

## 公司研究

## 大雪压青松，青松挺且直

## ——中国建筑（601668.SH）深度跟踪报告

## 要点

**引言：**中国建筑是我国地产及建筑业龙头，历经多轮行业周期，依旧保持不俗的收入利润增速及盈利稳定性。18 年至今，公司先后面临基建地产总需求增长放缓、去杠杆、原材料及人工成本上升、地产行业下行、疫情冲击等诸多负面因素冲击，可谓暴雪压顶，但中建依旧“挺且直”：经营质量、竞争优势与日俱增。

**地产迎行业整合良机：**地产本轮下行周期的主导因素是地产商被动去杠杆所导致的供给侧问题，需求侧则是次要问题（判断依据：住宅库存去化周期现阶段仍偏低、居民较高的房贷利率压制了需求）。现阶段三大因素压制供给：1) 房企信贷资源受“三道红线”政策限制；2) 集中供地政策抬高了房企拿地资金门槛；3) 预售资金管理趋严使得房企资金周转放缓。上述因素共同导致土拍市场量价（溢价率）齐跌，不过对于头部优质地产商而言，现阶段恰逢逆势扩张良机。

**中建系地产待时而动：**中建系管理团队坚守地产经营本质：16-20 年，中海地产管理团队并未被“高杠杆、高周转、下沉三四线”的行业浪潮所裹挟，坚持布局一二线城市土储资源（保持在 90%左右），实现规模增长同时报表质量依旧保持优质水平。正因如此，中建系在现阶段能够从容不迫布局优质资产；21 年以来，中建系三家地产公司合计拿地增速高于行业整体土地成交增速 3.1pcts。质优价廉的资产将助力中建系地产业务中长期经营业绩提升。

**建筑业积极信号显现：**央企综合实力强，建筑业订单自 2018 年开始显著向头部集中。房建是红海市场，但随着下游高周转房企陷入信用危机，其配套供应商亦将退出市场；长期来看，随着客户质量的提升，房建项目现金流及盈利能力或将改善。此外，房建提标增质大势所趋，优质产品亦将获得更高的溢价。

**中建建筑业务一骑绝尘：**中建的建筑业务持续领先同业，其房建业务市占率为行业第一。上市以来，其规模以较快增速保持稳定增长，建筑业务结构逐步多元化。公司持续加大人才储备、技术储备，并利用其庞大的内部市场以开发集采平台、研发 BIM 系统等。人才及技术储备奠定其成长基础，集采平台、BIM 系统、装配式建筑等助力其盈利改善、产品提质。

**要知松高洁，待到雪化时：**中建作为地产及建筑业务双料龙头，其经营质量在多重考验下依旧呈现较强韧性，地产及建筑业务短期虽承压，但中长期均展露出竞争格局优化、盈利改善迹象。近期地产政策转暖（因城施策、下调房贷利率等），基建投资上升至国家安全战略层面，同时已观察到公司建筑业订单及地产拿地改善。上调公司 2022-2024 年 EPS 预测至 1.45 元（+6%）、1.70 元（+11%）、2.01 元（+17%）。基于分部估值，给予目标价 9.54 元，对应 22 年动态市盈率率为 6.6x，维持“买入”评级。

**风险提示：**建筑业需求不及预期风险，房地产行业需求不及预期风险，房地产业务拿地价格过高风险，原材料涨价风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,615,023	1,891,339	2,118,084	2,349,811	2,596,823
营业收入增长率	13.75%	17.11%	11.99%	10.94%	10.51%
净利润（百万元）	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
净利润增长率	7.31%	14.38%	17.92%	17.96%	17.75%
EPS（元）	1.07	1.23	1.45	1.70	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.96%	14.95%	15.38%	15.78%	16.10%
P/E	5.3	4.6	3.9	3.3	2.8
P/B	0.79	0.69	0.60	0.52	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-25

## 买入（维持）

当前价/目标价：5.65/9.54 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebscn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebscn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	419.41
总市值(亿元)	2369.66
一年最低/最高(元)	4.38/6.40
近 3 月换手率	48.94%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.76	24.35	38.79
绝对	-0.35	11.44	18.78

资料来源：Wind

## 相关研报

建筑业订单增长强劲，拿地力度环比回升——中国建筑（601668.SH）2022 年 4 月经营数据点评（2022-05-14）  
收入业绩逆势高增长，看好公司两大主业边际改善——中国建筑（601668.SH）2022 年一季报点评（2022-04-30）  
经营韧性十足，大额减值下实现业绩增长提速——中国建筑（601668.SH）2021 年年度报告点评（2022-04-18）

## 投资聚焦

中国建筑自成立以来，一直稳坐我国建筑业头把交椅。中建订单规模、收入规模、资产规模在高基数上，经历宏观周期变迁，依旧连续多年保持两位数增长，其 ROE、ROIC 等盈利指标亦多年分别保持在 15% 左右、8% 左右的水平，中建的盈利质量及盈利稳定性远好于同业，这也是 16-17 年被保险资金、产业资金轮番举牌的核心原因。

18 年以来，行业历经多轮压力：1) PPP 政策收缩背景下，基建投资性项目快速萎缩，基建投资增速降至个位数；2) 在央企整体降杆杆要求下，建筑央企需要在保持增速的情况下，降低负债率 5-10pcts；3) 清欠民营企业账款，应付账款账期缩短，挤压现金流；4) 原材料及人工成本上升，影响工程项目利润率；5) 疫情冲击，影响项目正常施工；6) 地产投资快速下滑，影响总需求。即便如此，中建依旧保持不俗的增速与盈利质量。随着我国地产政策的逐步转向，基建投资的重要性提升，判断中建的经营质量将迎来持续改善。

## 我们区别于市场的观点

我们认为中建在建筑业的优势并未被充分认知。建筑业格局正在优化：1) 地产客户大浪淘沙，更优质的甲方将留存；2) 中小型房建企业逐步退出，订单向龙头集中；3) 建筑产品提质提标，产品的重要性逐步提升。对于中建而言，其相对灵活的机制是其创新的关键（如 BIM、MIC 建筑等），其庞大的内部市场使其对产业链上下游拥有较强的议价潜力。

我们认为中建在地产业务的优势并未被充分认知。市场认为中建系不够“进取”，“十三五”期间并未采用高周转高杠杆的经营策略，使其增速逊于多数房企。正是中建系稳健的经营策略，使其现阶段有足够的财务能力去整合市场，布局优质资产。2020 年以来，由于其他企业发生信用风险，中建销售排名被动提升。

我们认为市场并未充分认知中建的價值。2019 年以来，中建 PB 估值低于 1 倍，但需注意：1) 公司历史增长较为稳定，且 ROE 持续稳定在 15% 左右；2) 减值计提较为充分，存货减值准备及应收账款减值准备比例均好于同业平均，意味着其净资产有较强的安全边际；3) 建筑业、地产业正向有利于中建的方向发展。

## 投资建议

中建作为地产及建筑双料龙头，其经营质量在多重考验下依旧呈现较强韧性。近期地产政策转暖，基建投资上升至国家战略，已观察到公司订单及地产拿地改善。上调公司 2022-2024 年 EPS 预测至 1.45 元 (+6%)、1.70 元 (+11%)、2.01 元 (+17%)。考虑其优质的土地储备、良好的报表质量与空间、以及逆势布局优质资产的行为，我们认可中建房地产业务估值 2309 亿元。考虑建筑行业格局优化、建筑业标准提升及中建建筑业务的优势地位，我们认可中建建筑业务估值 1693 亿元。分部估值合计 4003 亿元，对应 2022 年动态市盈率 6.6x，PB 为 1.0x，维持“买入”评级。

## 股价上涨的催化因素

- 1) 宏观数据及产业政策的变化（如地产销售回暖、基建投资提速等）；
- 2) 经营数据的改善（如订单及拿地提速、收入及利润超预期增长）；
- 3) 强化市值管理（如进一步提升分红率、业务分拆等）。

# 目录

<b>1、 地产及建筑业的国际巨头 .....</b>	<b>7</b>
1.1、 地产、建筑行业的国家队 .....	7
1.2、 复盘：从成功走向成功，经营质量高水准 .....	8
<b>2、 地产业：恰逢行业整合良机 .....</b>	<b>12</b>
2.1、 本轮周期关键词：去杠杆 .....	12
2.2、 总需求或见顶，政策底已出现 .....	14
2.3、 行业或加速出清，优质头部房企逆势扩张良机 .....	17
<b>3、 中建系地产：审时度势，伺机而动 .....</b>	<b>20</b>
3.1、 中建系地产以中海为核心 .....	20
3.2、 中海地产：优秀的管理团队，坚守经营的本质 .....	21
3.3、 中建系：机遇留给有准备之人 .....	24
<b>4、 建筑业：强者恒强，产业升级 .....</b>	<b>29</b>
4.1、 建筑业总需求有支撑 .....	29
4.2、 强者恒强，集中度或加速提升 .....	29
4.3、 建筑物提标增质大势所趋，房建利润率将提高 .....	33
<b>5、 中建：一骑绝尘，盈利改善 .....</b>	<b>35</b>
5.1、 规模领先，订单及收入依旧保持较快增长 .....	35
5.2、 机制优化，管理提效，对人才吸引力大幅提升 .....	37
5.3、 建筑业务盈利能力或将边际改善 .....	38
<b>6、 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>40</b>
6.1、 关键假设 .....	40
6.2、 相对估值 .....	41
6.3、 绝对估值 .....	43
6.4、 投资建议 .....	44
<b>7、 风险分析 .....</b>	<b>46</b>

## 图目录

图 1: 公司各业务板块子公司结构图 .....	7
图 2: 公司发展历程 .....	7
图 3: 2009-2021 年公司建筑业新签合同额及同比增速 .....	9
图 4: 2009-2021 年公司房地产合约销售额及同比增速 .....	9
图 5: 2009-2021 年公司营业总收入及同比增速 .....	9
图 6: 2009-2021 年公司归母净利润及同比增速 .....	9
图 7: 2009-2021 年公司房建、基建、地产业务收入增速 .....	9
图 8: 2009-2021 年公司房建/基建/地产业务及公司综合毛利率 .....	9
图 9: 2009-2021 年公司主营业务收入结构 .....	10
图 10: 2009-2021 年公司主营业务毛利润结构 .....	10
图 11: 2009-2021 年公司 ROE 及 ROIC 的变化趋势 .....	10
图 12: 2009-2021 年公司资产负债率的变化趋势 .....	10
图 13: 2009-2021 年公司净利润率的变化趋势 .....	10
图 14: 2009-2021 年公司总资产周转率的变化趋势 .....	10
图 15: 公司历史股价相对收益复盘 .....	11
图 16: 2006 年以来房地产行业周期走势及政策变迁 .....	12
图 17: 2006-2021 年房地产开发资金来源结构 (万亿元)、房地产开发资金来源 yoy、按揭贷款 yoy .....	13
图 18: 2000-2021 年全国住宅库存及去化周期 .....	14
图 19: 1999-2021 年房地产开发投资完成额及同比增速 .....	15
图 20: 1999-2021 年房地产开发投资完成额占 GDP 比重 .....	15
图 21: 中国及世界主要发达国家城镇化率: 中国城镇化率仍有 20%左右的提升空间 .....	15
图 22: 2016-2022 年 100 大中城市成交土地溢价率及土地成交价款 (当月值) .....	19
图 23: 中国建筑地产业务架构 .....	20
图 24: 2015-2018 年全国商品房销售额城市能级结构 .....	21
图 25: 2011-2021 中海地产土储城市能级结构 .....	21
图 26: 2015-2021 年商品房销售额增速与中海地产销售额增速 .....	22
图 27: 2011-2021 年部分央企国企地产商一二线城市土储占比 .....	22
图 28: 2012-2021 年中海地产营业收入及增速 .....	22
图 29: 2012-2021 年中海地产收入结构 .....	22
图 30: 2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企净资产收益率 .....	23
图 31: 2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企权益乘数 .....	23
图 32: 2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企总资产周转率 .....	23
图 33: 2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企归母净利率 .....	23
图 34: 多家头部房企融资成本比较: 中海地产成本最低 .....	24
图 35: 2011-2021 年中建系三家地产公司年度拿地面积 (万平米) 及同比增速 .....	25
图 36: 2020-2022.04 中建系三家公司单月拿地面积 (万平米) 及移动平均增速及土地溢价率 .....	26
图 37: 2015-2022.04 中海地产拿地金额市占率 (月度值) .....	27
图 38: 2015-2022.04 中国建筑新增拿地面积市占率 (月度值) .....	27
图 39: 2015-2022.04 中建系新增拿地面积市占率 (月度值) .....	27

图 40: 2019-2021 年头部房企拿地金额市占率 .....	28
图 41: 广义基建投资及同比增速: 22Q1 明显加速.....	29
图 42: 固定资产投资: 教育+卫生+文体, 以及合计增速 .....	29
图 43: 建筑央企新签合同总额及其占建筑业新签合同总额的比重 .....	30
图 44: 建筑央企新签合同总额增速与建筑业平均增速比较.....	30
图 45: 8 家建筑央企工程收入总额及其占建筑业总产值的比重 .....	30
图 46: 8 家建筑央企工程收入总额同比增速与建筑业平均对比 .....	30
图 47: 房地产开发资金来源总额 V.S.应付工程款: 应付工程款占比持续上升 .....	31
图 48: 八家建筑建材企业 2021 年末资产减值准备/净资产 .....	32
图 49: 八家建筑建材企业 2021 年减值计提/2020 年归母净利润 .....	32
图 50: 2015-2021 年防水企业销售净利率 .....	32
图 51: 2015-2021 年防水企业应收账款周转天数 (天) .....	32
图 52: 中国建筑与其余七家建筑央企工程业务收入增速 .....	35
图 53: 中国建筑与其余七家建筑央企工程业务新签合同额增速 .....	35
图 54: 2008-2021 年中国建筑房建业务新签合同额及增速 .....	36
图 55: 2008-2021 年中国建筑基建业务新签合同额及增速 .....	36
图 56: 2008-2021 年中国建筑房建业务收入及增速 .....	36
图 57: 2008-2021 年中国建筑基建业务收入及增速 .....	36
图 58: 2009-2020 年中国建筑建筑业务新签合同额构成 .....	36
图 59: 2021 年中国建筑房建业务新签合同额构成 .....	37
图 60: 2021 年中国建筑基建业务新签合同额构成 .....	37
图 61: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企员工总人数对比 (万人) .....	37
图 62: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均薪酬对比 (万元) .....	37
图 63: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均创收对比 (万元) .....	38
图 64: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均创利对比 (万元) .....	38
图 65: 2021 年八大建筑央企本科以上学历员工人数占比 .....	38
图 66: 2021 年八大建筑央企研发人员中 40 岁以下人数占比 .....	38
图 67: 2009-2021 年中国建筑房建、基建业务毛利率: 2021 年均有明显回升 .....	39
图 68: 2014-2021 年中国建筑房建业务成本结构变化趋势 .....	39
图 69: 2014-2021 年中国建筑基建业务成本结构变化趋势 .....	39
图 70: 2021 年头部房企: 存货跌价准备/存货账面余额 .....	44
图 71: 2021 年建筑央企: 应收账款坏账准备/应收账款账面余额 .....	44
图 72: 中国建筑上市以来 PE (ttm) 以及对对应分位点 .....	45

## 表目录

表 1: 中国建筑部分高管履历 .....	8
表 2: 近期中央层面房地产行业政策有所放松 .....	15
表 3: 16 年以来中央政治局会议对房地产表述汇总 .....	16
表 4: 近期地方层面房地产行业政策有所放松 .....	16
表 5: 集中供地相关中央政策 .....	17
表 6: 23 城实施集中供地, 主要集中在一二线 .....	18
表 7: 部分供地“两集中”城市第一批次土地竞拍规则 .....	18
表 8: 近期房地产行业并购贷相关政策 .....	18
表 9: 中海地产部分高管履历 .....	21
表 10: 2016-2022 年一季度 top10 房企销售排名 .....	23
表 11: 2021 年销售规模 TOP20 房地产企业情况 (按销售规模排名) .....	24
表 12: 排名前 50 民营/地方建筑公司破产重组情况 .....	31
表 13: 近期绿色建筑相关中央政策 .....	33
表 14: 近期“竞品质”、绿色建筑相关地方政策 .....	33
表 15: 2016 年、2021 年八大建筑央企工程业务订单及收入 .....	35
表 16: 公司分业务收入预测 .....	41
表 17: 房地产业务可比公司估值比较 .....	42
表 18: 建筑业务可比公司估值比较 .....	42
表 19: 中国建筑分部估值测算表 .....	43
表 20: 绝对估值核心假设表 .....	43
表 21: 现金流折现及估值表 .....	43
表 22: 敏感性分析表 (元) .....	44
表 23: 绝对估值法结果汇总表 (元) .....	44
表 24: 公司盈利预测与估值简表 .....	45

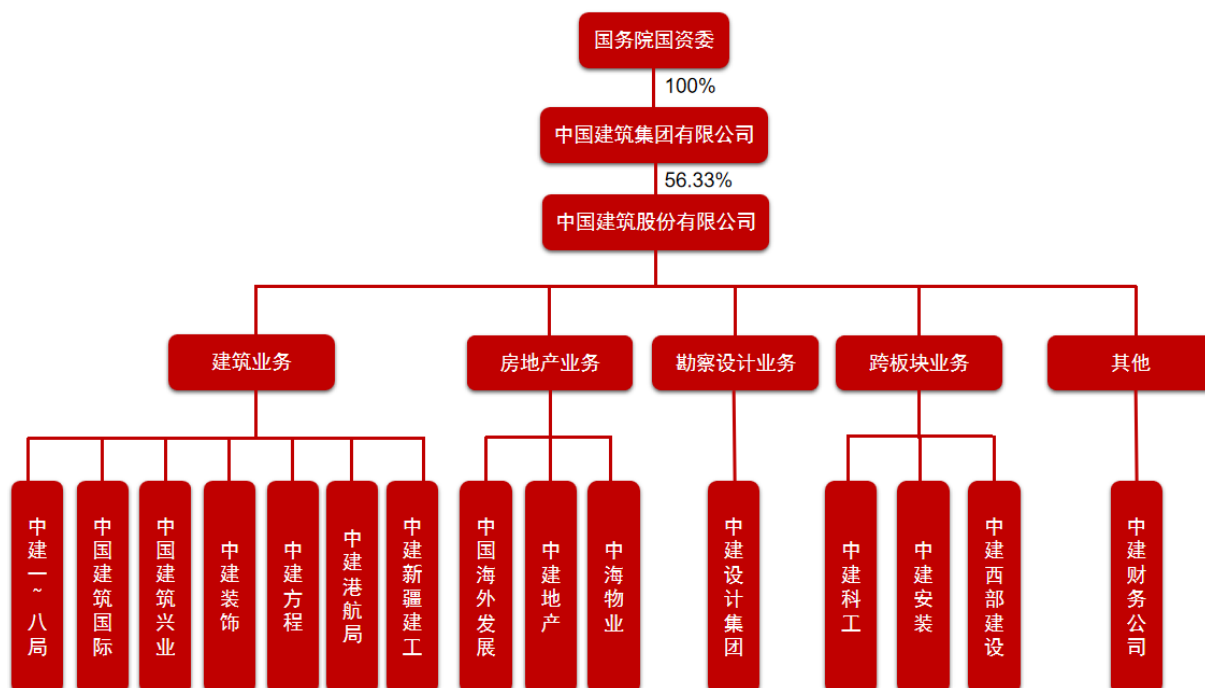
# 1、地产及建筑业的国际巨头

## 1.1、地产、建筑行业的国家队

中国建筑实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，旗下业务包括建筑业务、房地产业务、勘察设计业务等。

建筑业务主要子公司包括中建一至八局、中国建筑国际、中国建筑兴业、中建装饰、中建方程、中建港航局、中建新疆建工等；房地产业务主要包含中国海外发展和中建地产两大品牌（中建地产是公司各局院房地产业务所使用的品牌），以及旗下物业公司中海物业；勘察设计主要子公司为中建设计集团。

图 1：公司各业务板块子公司结构图



资料来源：wind，公司 21 年年报及 22 年一季报，光大证券研究所绘制，注：中建地产是公司各局院房地产业务所使用的品牌

图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 专业化的管理团队，具备全球视角

董事长：郑学选先生，曾任职于中建阿尔及利亚公司、中建海外部门、中建国际建设公司等，具有全球化经营视角。

总裁：张兆祥先生，历任中国有色工程设计研究总院院长、中国中冶总裁等职务。

高管团队其他成员履历涉及建筑业、航天科工、地方政府等行业和领域，多元化视角有助于高管团队推动中国建筑公司治理水平持续提升。

**表 1：中国建筑部分高管履历**

姓名	职位	任职日期	年龄	主要履历
郑学选	董事长	2021-11-26	56	教授级高级工程师，博士研究生。历任中建阿尔及利亚经理部副总经理、总经理，董事长、党委书记；中建海外合作事业部副总经理；中建国际建设公司常务董事、党委委员；中建海外事业部执行总经理；中国建筑股份有限公司助理总经理、人力资源部总经理。
张兆祥	董事、总裁	2020-12-07	59	教授级高级工程师，硕士研究生。历任中国有色工程设计研究总院院长、党委书记，中国恩菲工程技术有限公司董事长、总经理，中国冶金科工股份有限公司总裁、副董事长、党委书记等职。
黄克斯	副总裁	2017-10-27	62	教授级高级工程师，工商管理硕士。历任中国建筑第八工程局有限公司总经济师、副局长、党委委员、董事、总经理、董事长、党委书记，中建新疆建工（集团）有限公司董事长。
王云林	副总裁、财务总监	2019-01-15	59	研究员级高级会计师，硕士研究生。历任中国航天科工集团公司第二研究院总会计师，中国航天科工集团公司财务部部长，航天证券经纪有限责任公司董事长，中国航天科工集团公司副总会计师。
周勇	副总裁	2019-01-28	52	教授级高级工程师，大学本科。历任中国建筑国际集团有限公司董事局副主席、执行董事、行政总裁，中国海外集团有限公司副董事长、副总经理、党委委员。十三届全国政协委员。
单广袖	副总裁	2020-09-11	52	正高级经济师，大学学历，硕士学位。历任原中国建筑工程总公司人力资源部（干部人事部）副总经理，中国建筑一局（集团）有限公司董事、党委副书记、副总经理。
马泽平	副总经理	2010-12-01	58	教授级高级工程师，在职研究生。历任中国建筑第八工程局副局长；原中国建筑工程总公司基础设施部总经理；中建国际建设公司常务董事、副总经理。
赵晓江	副总经理	2016-01-19	56	正高级工程师，博士研究生。历任国务院办公厅秘书（正局级），南京市副市长（挂职），南京市委常委、副市长（挂职），扬州市委副书记（正市级），连云港市委副书记、市长、市政府党组书记。
薛克庆	董事会秘书	2018-06-15	59	中国税务学会理事、中国会计学会理事，财政部第三届管理会计咨询专家。

资料来源：wind，公司 2021 年年报，光大证券研究所整理

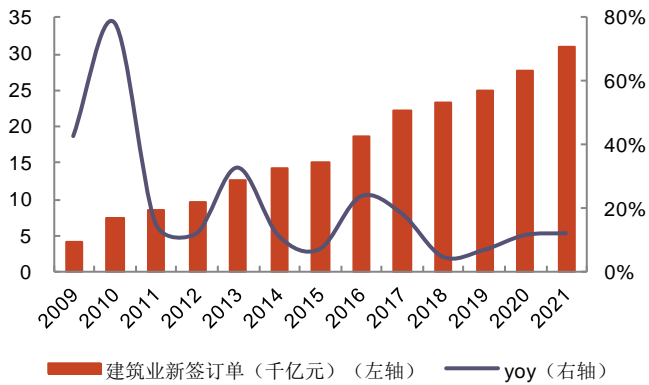
## 1.2、复盘：从成功走向成功，经营质量高水准

### 上市后经营业绩出色，收入利润保持较快增长

从诞生伊始，中国建筑就是我国最大的建筑承包商。2012 年，中国建筑位列当年度世界五百强企业第 100 名，也是唯一一家进入全球百强企业名单的建筑企业。2021 年，中国建筑位列当年度世界五百强企业第 13 名、中国 500 强企业第 3 名，并且稳居 ENR “全球最大 250 家工程承包商” 第 1 名；同时保持行业内全球最高信用评级。

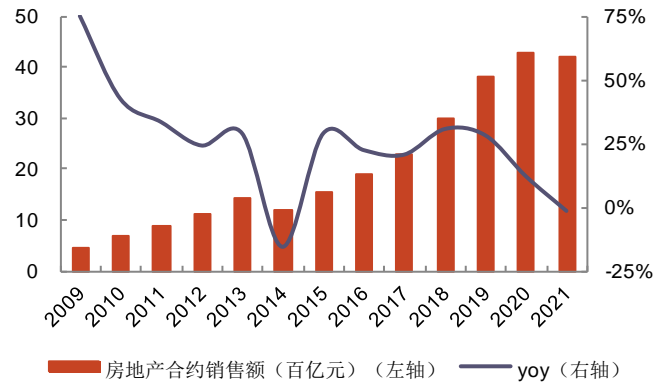
上市以来，公司经营业绩斐然：1) 新签订单从 2009 年 4623 亿元，增长至 2021 年 35295 亿元，年均复合增速约 18%；营业收入规模从 2009 年 2604 亿元，增长至 2021 年 18913 亿元，年均复合增速约 18%；归母净利润规模从 2009 年 57 亿元，增长至 2021 年 514 亿元，年均复合增速约 20%。公司在房地产及房建领域有显著优势，基建业务随着公司多年开拓，其收入及利润贡献占比逐步提升。

图 3：2009-2021 年公司建筑业新签合同额及同比增速



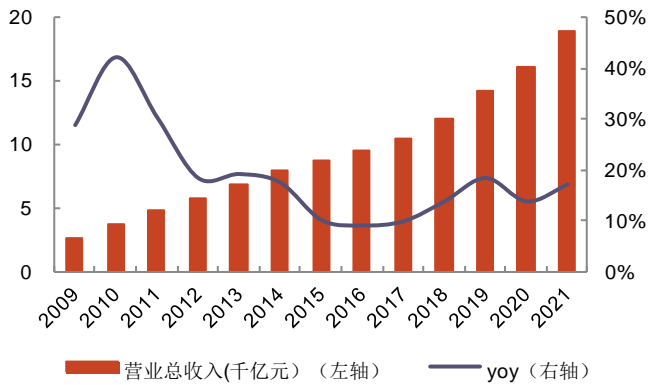
资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：2009-2021 年公司房地产合约销售额及同比增速



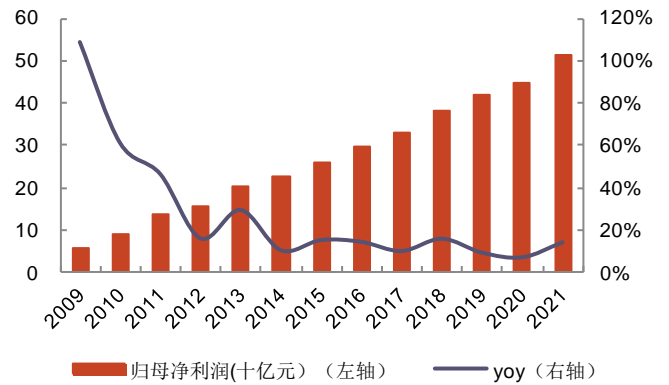
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：2009-2021 年公司营业总收入及同比增速



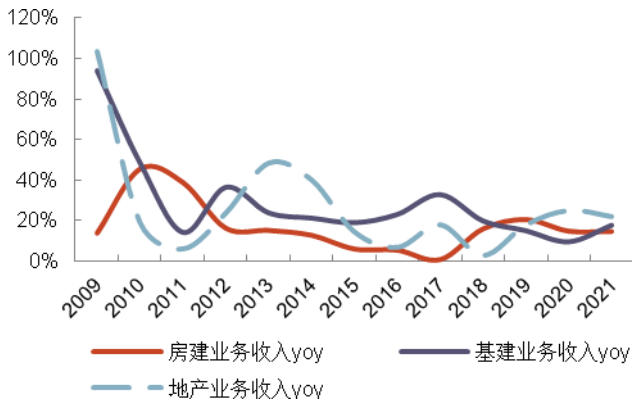
资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：2009-2021 年公司归母净利润及同比增速



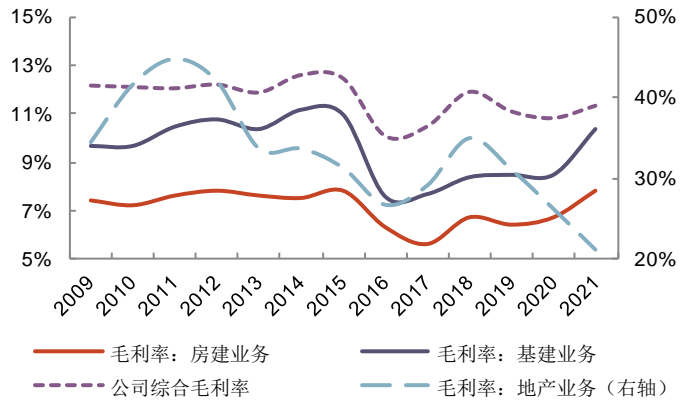
资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：2009-2021 年公司房建、基建、地产业务收入增速



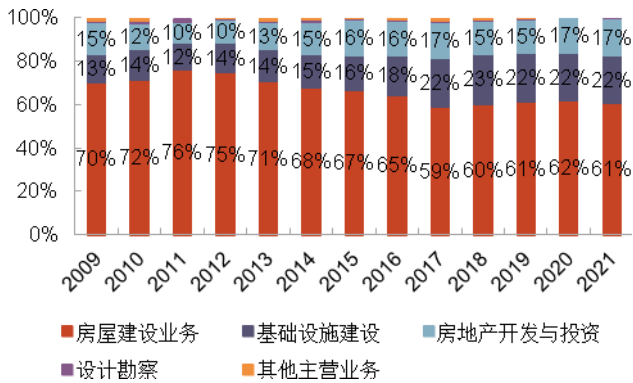
资料来源：wind，光大证券研究所

图 8：2009-2021 年公司房建/基建/地产业务及公司综合毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所，2016 年毛利率明显下降受当年度“营改增”影响

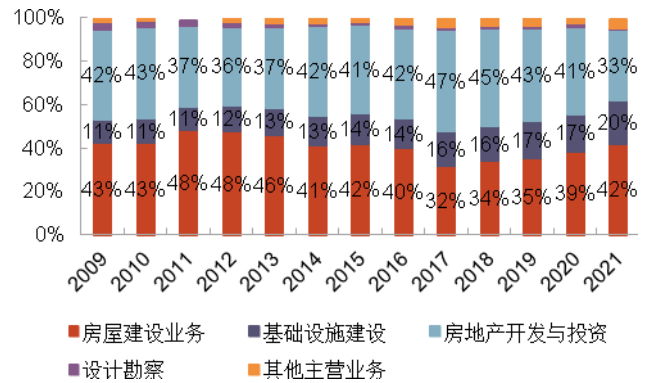
图 9：2009-2021 年公司主营业务收入结构



资料来源：wind，光大证券研究所

备注：因存在内部抵销，故图中 2009-2021 年份收入占比之和并非 100%

图 10：2009-2021 年公司主营业务毛利润结构



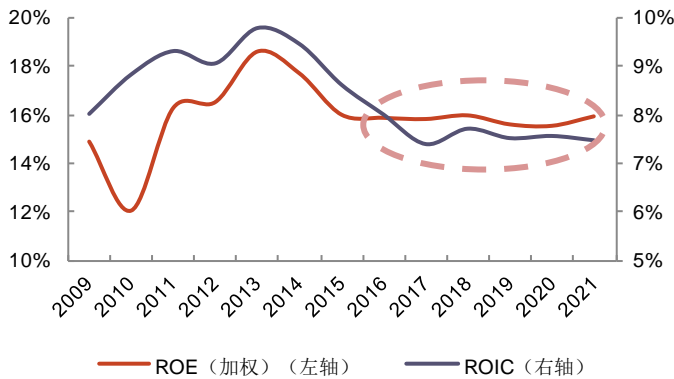
资料来源：wind，光大证券研究所

备注：因存在内部抵销，故图中 2009-2021 年份毛利占比之和并非 100%

经营质量长期保持较高水准

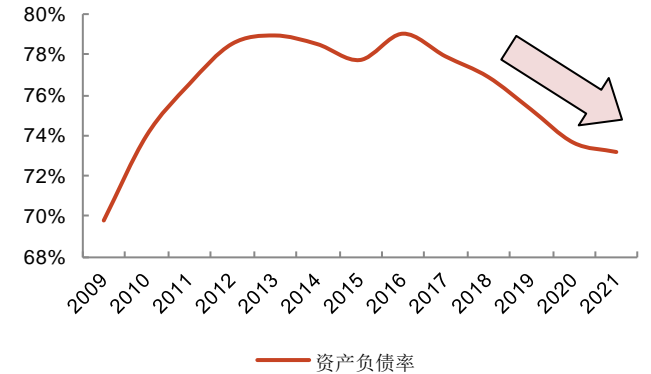
15 年以来，公司 ROE 保持在 15-16% 左右，ROIC 则维持在 8% 左右；而与此同时，公司资产负债率逐步降低、资产周转率触底回升，表明公司通过改善经营效率的方式，降低“去杠杆”对经营层面的冲击，维持了相对可观的扩张速度与盈利质量。

图 11：2009-2021 年公司 ROE 及 ROIC 的变化趋势



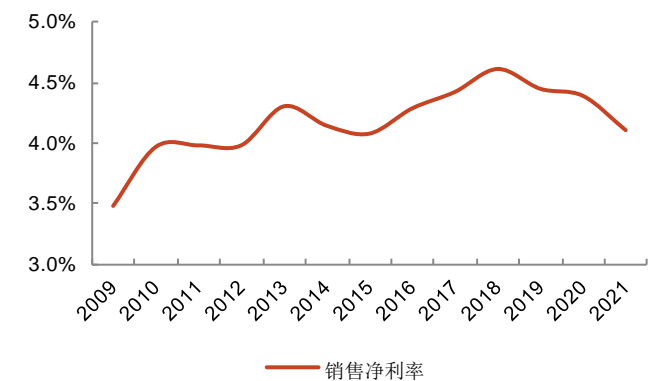
资料来源：wind，光大证券研究所

图 12：2009-2021 年公司资产负债率的变化趋势



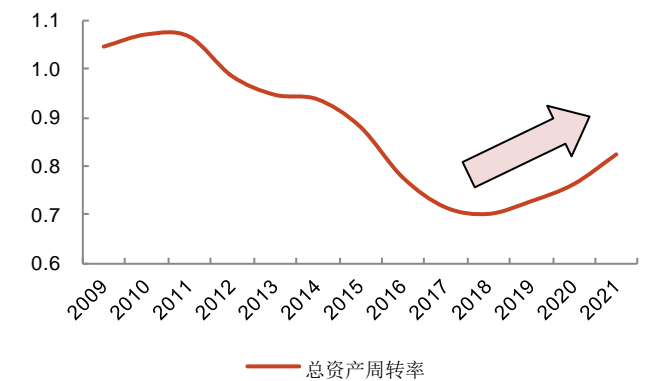
资料来源：wind，光大证券研究所

图 13：2009-2021 年公司净利润率的变化趋势



资料来源：wind，光大证券研究所

图 14：2009-2021 年公司总资产周转率的变化趋势

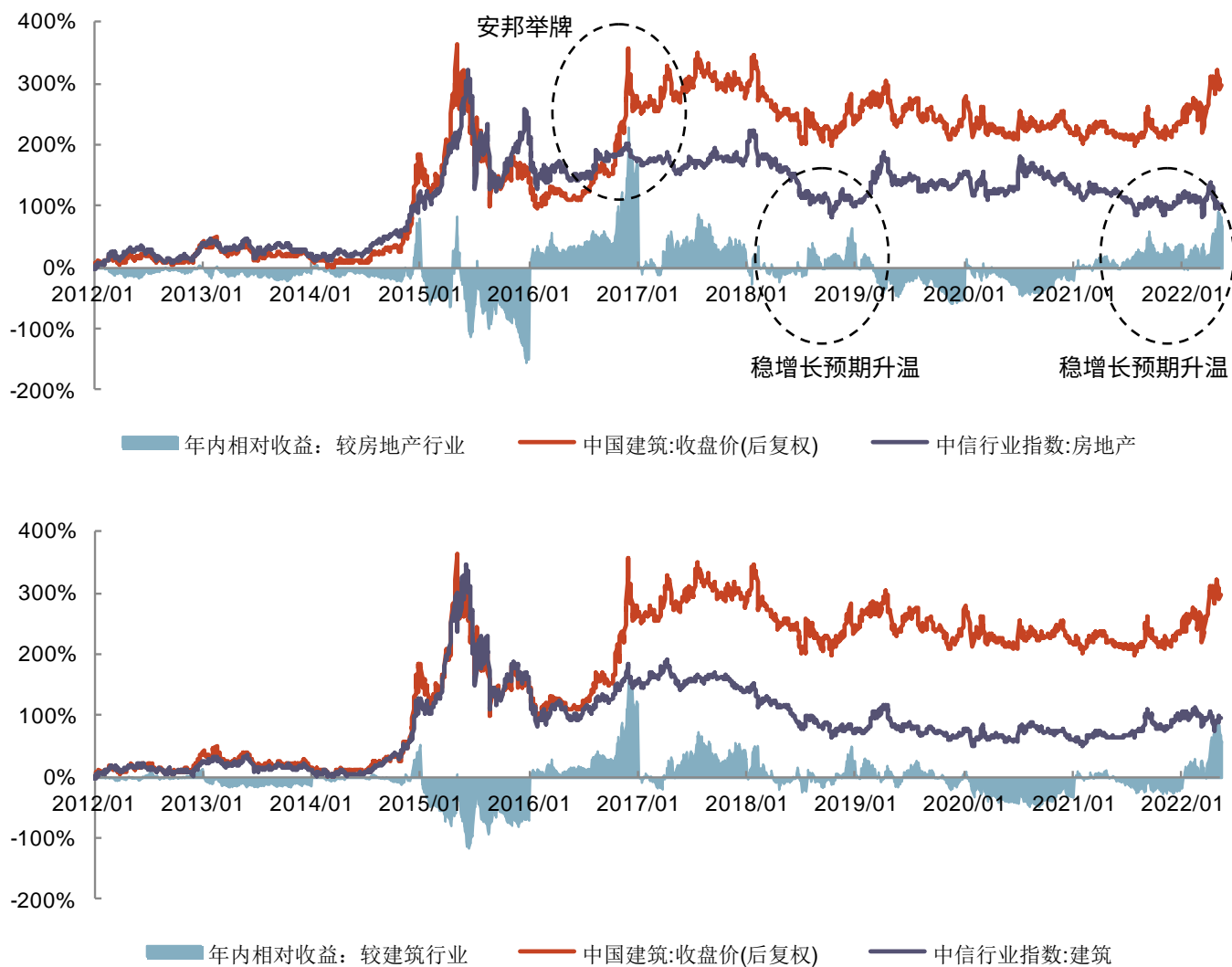


资料来源：wind，光大证券研究所

股价受地产、基建 BETA 的双重影响

复盘公司股价相对收益走势，可发现：公司股价与房地产、建筑两个行业均有较强的同步性；短期超额收益主要来自于市场风格切换及特殊事件（安邦举牌）。

图 15：公司历史股价相对收益复盘



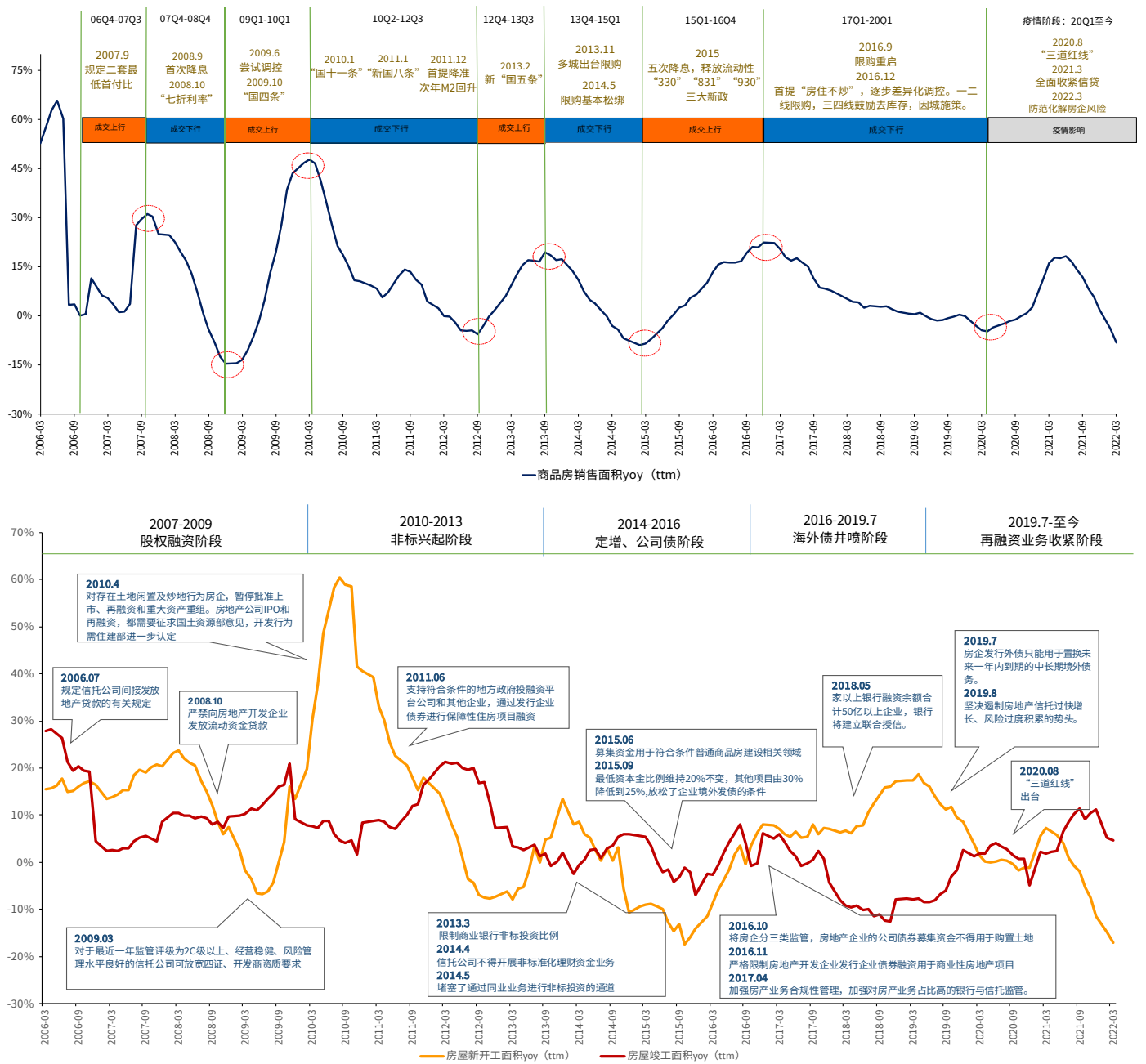
资料来源：wind，光大证券研究所绘制，图中数据股价及估值数据截至 2022.5.13

## 2、地产业：恰逢行业整合良机

### 2.1、本轮周期关键词：去杠杆

**我国房地产行业四轮周期复盘：**以商品房销售面积同比增速(ttm)走势作为周期划分依据，我国房地产行业共经历了四轮完整的周期。其中，最近一轮完整周期持续时间最长：上行周期持续时间约两年（15Q1-16Q4），主要由棚改货币化安置政策推动；下行周期持续时间约三年（17Q1-20Q1）。20Q1 疫情之后，房地产销售增速(ttm)经历了先上行后下行，目前仍处于下行周期。

图 16：2006 年以来房地产行业周期走势及政策变迁



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022.03，图中绿色线划分相邻的上行周期和下行周期

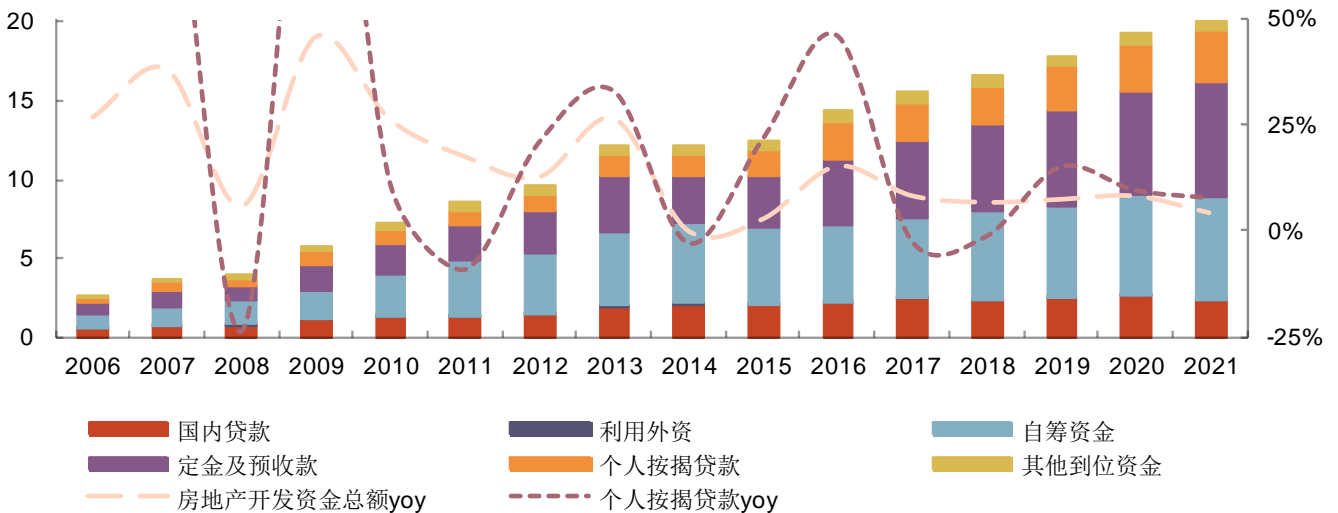
**本轮周期下行的核心因素：地产商“被动去杠杆”**

在因城施策、限购限售等政策的约束下，我国房地产销售连续多年维持在较高水平，需求侧具有较强韧性。

2021H2，房地产销售数据出现明显下跌，主要由于以恒大为代表的多家地产商信用风险逐步暴露，财务危机下，房企新开工及推盘放缓，进而导致销售下行。反映到数据上，21Q2 新开工增速率先下行，拐点领先于销售增速 3 个月（如上图所示）。

14-15 年棚改货币化安置启动大周期：地产商快速下沉低能级城市，通过低利润率、高杠杆、高周转模式，实现销售规模额高歌猛进。彼时，企业的融资能力（主要是债务融资）将直接决定销售规模及排名。2020 年 8 月，央行及银保监会等部门对房地产企业提出“三道红线”<sup>1</sup>政策以限制房企有息负债规模增速；随着地产商进入“被动去杠杆”阶段，部分企业信用风险逐步暴露。

图 17：2006-2021 年房地产开发资金来源结构（万亿元）、房地产开发资金来源 yoy、按揭贷款 yoy



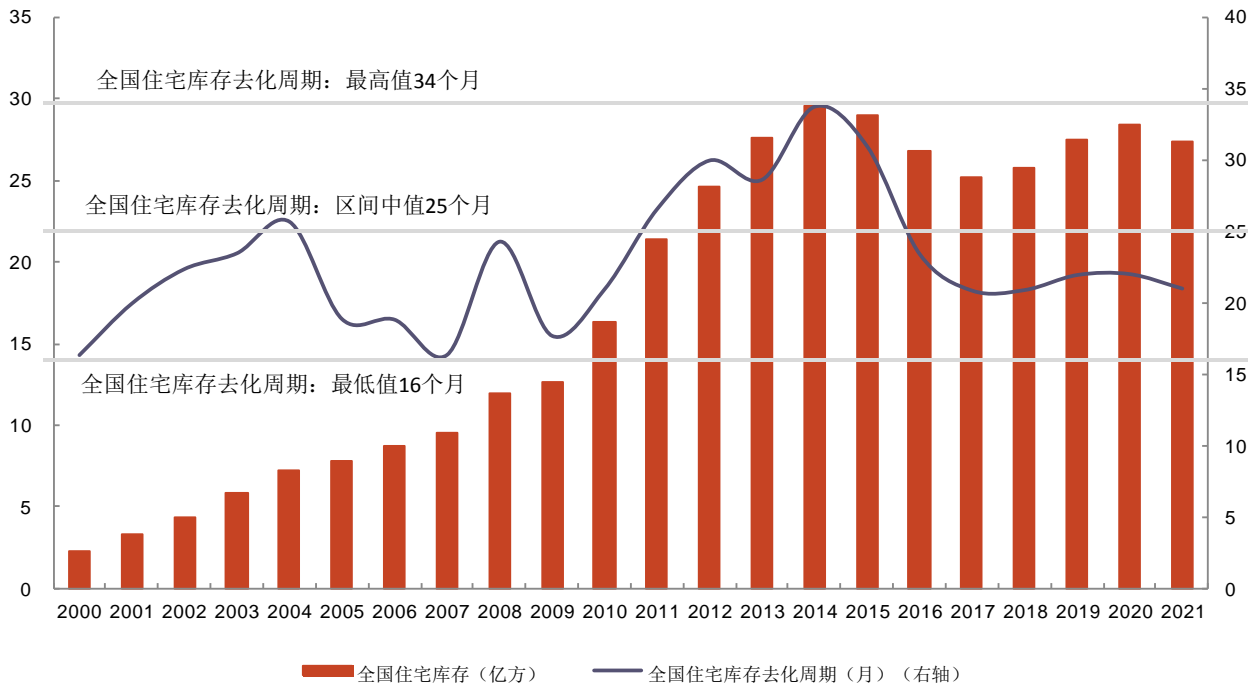
资料来源：wind，光大证券研究所

**库存处于相对低位，判断政策面不会采取需求侧强刺激手段**

地产本轮下行周期的主导因素是地产商被动去杠杆所导致的供给侧问题，而非需求低迷；21 年末，全国住宅库存对应的去化周期为 21 个月，处于历史区间较低位置。低库存情况下，判断政策面大概率不会采用类似于 14-15 年棚改货币化安置一类的需求侧强刺激手段。

<sup>1</sup>2020 年 8 月，我国央行、银保监会等部门针对房地产企业提出“三道红线”指标，即剔除预收款项后资产负债率不超过 70%、净负债率不超过 100%、现金短债比大于 1。基于这三个指标，将房企划为四档，三条红线均不达标的房企归入“红档”，只有一条红线达标的房企归入“橙档”，只有两条红线达标的房企归入“黄档”，三条均达标的房企归入“绿档”。四档企业每年新增有息负债分别不超过 0%、5%、10%、15%。

图 18：2000-2021 年全国住宅库存及去化周期



资料来源：wind，国家统计局，光大证券研究所，数据截至 2021 年末，注：住宅库存=全国商品房住宅累计新开工面积-全国商品房住宅累计销售面积；去化周期=年度住宅库存/商品房住宅当年度销售面积

## 2.2、总需求或见顶，政策底已出现

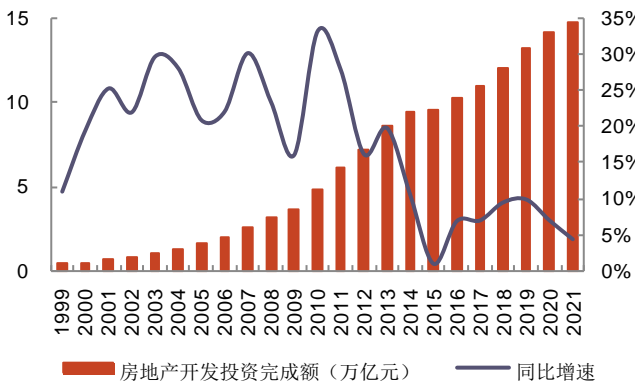
### 总需求或缓慢下行，高能级城市或最受益

21 年商品房销售面积 17.9 亿平米，同比+1.9%；考虑到“三道红线”政策对房企融资的限制会进而约束房企销售规模增速，叠加 22 年疫情扰动明显，地产销售面积或已在 21 年见顶。

不过，现阶段房地产行业对我国经济贡献比例仍高（意味着政策有稳定行业需求的动力）且我国城镇化率提升尚未结束（意味着仍能持续释放住房需求），故推断未来地产行业需求不会断崖式下滑；现阶段地产销售、新开工的下滑是阶段性的，随着政策纠偏及需求逐步释放，地产行业总需求或缓慢下行。

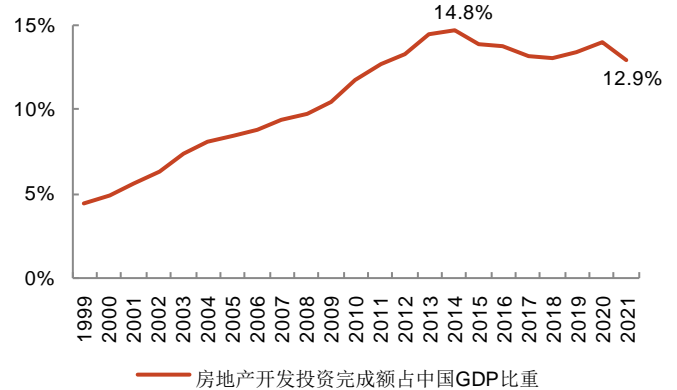
判断后续需求侧政策发力方向主要为“三亿新市民”，受益城市将会是人口净流入地区，以一二线城市及周边城市群为主，因此主要布局在一二线城市的房企或最受益。

图 19: 1999-2021 年房地产开发投资完成额及同比增速



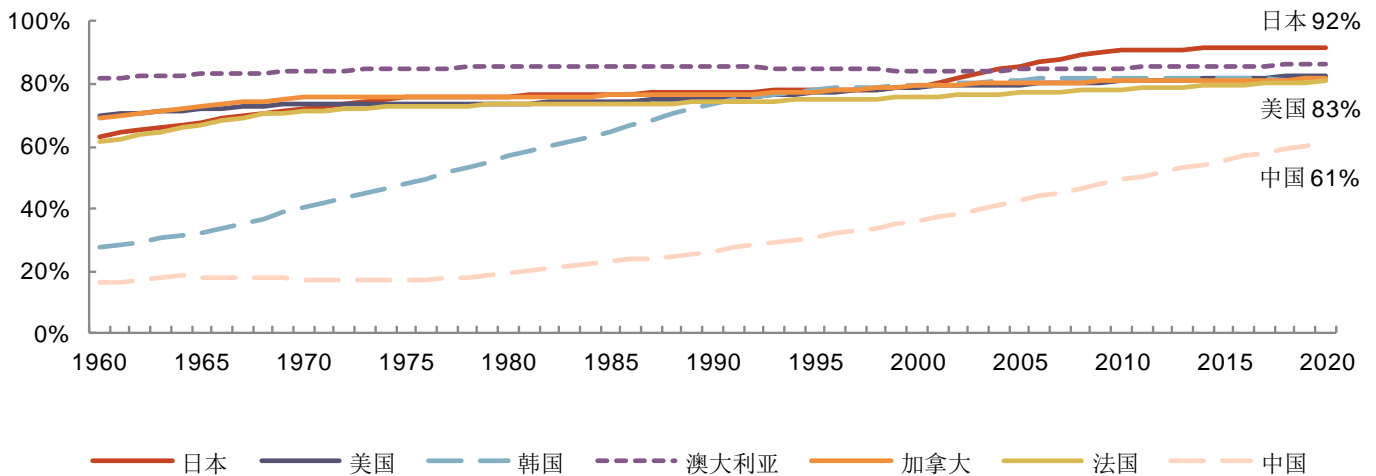
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 20: 1999-2021 年房地产开发投资完成额占 GDP 比重



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 21: 中国及世界主要发达国家城镇化率: 中国城镇化率仍有 20% 左右的提升空间



资料来源: 世界银行官网, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年

**中央多部委积极表态, 政策底近期已现**

自 2022 年 3 月以来, 中央层面持续释放对房地产行业的维稳态度。2022 年 4 月 29 日, 中共中央政治局会议强调, 要有效管控重点风险, 守住不发生系统性风险底线, 支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 优化商品房预售资金监管。

表 2: 近期中央层面房地产行业政策有所放松

日期	部门	会议/政策文件	政策内容
2022.2	中华人民共和国住房和城乡建设部	《全国性商品房预售资金监督管理办法》	预售资金监管额度由市级城乡建设部门根据工程造价合同等因素确定, 当监管账户内资金达到监管额度后, 超出额度的资金可由房企提取使用。此次新出台的资金监管办法增强了商品房预售资金使用的灵活性, 可对此前部分地方预售资金监管过严的做法起到纠偏效果, 并有助于提升房企资金的流动性, 推动其稳健发展。
2022.3.2	中国银行保险监督管理委员会	国新办新闻发布会	郭树清在会上表示: 房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转。21 年房价下降, 房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性扭转, 楼市不像以前那么活跃了, 但是住房还是需要的, 特别是租赁住房, 装修也还是需要的, 做这方面的金融服务很有意义。郭树清认为, 现在房地产的价格做些调整, 需求方面结构产生一些变化, 对金融业来说是好事, 但不希望调整得太剧烈, 还是得平稳地转换。

2022.3.4	中国银行保险监督管理委员会、中国人民银行	中国人民银行关于加强新市民金融服务工作的通知	满足新市民合理购房信贷需求。支持商业银行认真贯彻国家有关政策，紧紧围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，因城施策执行好差别化住房信贷政策，合理确定符合购房条件新市民首套房按揭贷款的标准，提升借款和还款便利度。鼓励商业银行对符合购房政策要求且具备购房能力、收入相对稳定的新市民，合理满足其购房信贷需求。
2022.3.16	国务院金融委、央行、银保监会、证监会、财政部、外汇局	国务院金融委会议	刘鹤副总理主持国务院金融委会议研究当前形势，提出“切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。”当日，央行、银保监会、证监会、财政部、外汇局等部委均积极表态维稳，配合有关部门防范及化解房地产市场风险、企业风险，其中包括财政部对房地产税暂缓的表态：“今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”。
2022.4.29	中共中央政治局	中共中央政治局会议	会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中国政府网，新华网，财联社，光大证券研究所整理

表 3：16 年以来中央政治局会议对房地产表述汇总

时间	会议名称	房地产相关内容
2016.04.29	中央政治局会议	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2016.12.09	中央政治局会议	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。
2017.04.25	中央政治局会议	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017.07.24	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。
2018.04.23	中央政治局会议	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
2018.07.31	中央政治局会议	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2019.04.19	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019.07.30	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020.04.13	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020.07.30	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020.12.11	中央政治局会议	促进房地产市场平稳健康发展。
2021.04.30	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021.07.30	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021.12.06	中央政治局会议	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2022.04.29	中央政治局会议	会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：新华社，共产党员网，光大证券研究所整理

### 因城施策背景下，地方层面边际放松政策持续出台

22Q1 以来，因城施策背景下，多地出台边际宽松政策，包括下调房贷利率、增加房贷额度、预售资金监管力度回归合理水平、多地下调首套房首付比例等。

表 4：近期地方层面房地产行业政策有所放松

政策分类	日期	城市	部门	政策文件	政策内容
银行放宽房贷额度	2022.1.11	浙江杭州	多家银行	/	截至 2022 年 1 月 11 日数据，杭州房贷额度紧张程度有所缓解，放款周期在 1 个月左右。
	2022.2.11	北京、上海、深圳等一线城市	数十家银行	/	截至 2022 年 1 月 14 日，京沪多家银行房贷额度充足，去年存量的按揭贷款已陆续放款。截至 2022 年 2 月 11 日，北京、上海、深圳等一线城市数十家银行二手房贷款业务贷款额度较充足，放款周期加快。
地方放宽公积金贷款利率	2021.12.30	安徽马鞍山	马鞍山市人民政府	《关于落实高层次人才住房公积金贷款支持政策的通知》	高层次人才公积金按月足额缴存 6 个月及以上，贷款最高额度提升至 60 万元，且不和月缴存额或余额挂钩。

	2022.2.18	广西南宁	南宁住房公积金管理中心	《南宁住房公积金个人住房贷款管理实施细则》	《细则》指出,从2022年3月1日起,南宁将提升公积金贷款额度,首套最高额度从60万元提升至70万元,二套最高额度从50万元提升至60万元。
银行加快购房贷款发放速度	2022年	北京	多家银行	/	1) 2022年以来,北京地区多数银行房贷放款周期缩短至1个月以内。 2) 部分国有大行支行如果资料齐全,申请房贷只需2天至3天审批,房屋过户后且办完抵押后最快一周左右可放款。相比较国有大行和股份行,中小银行放款时间更快,房屋过户后最快两三天即可放款。
下调公积金贷款首付比例	2022.1.28	福建福州	福州住房公积金管理委员会	福州住房公积金管理委员会关于调整部分住房公积金政策的通知	1) 从2022年2月1日开始,在福州市行政区域范围内购房的职工家庭,第二次申请纯住房公积金贷款的,首付款比例统一调整为40%。 2) 住房公积金贷款申请人及其配偶的任一方使用过住房公积金贷款的,统一调整为结清后即可第二次申请纯住房公积金贷款购买福州市行政区域内自住住房。 3) 福州市职工偿还首期购房贷款本息后原先需满12个月方可办理委托还贷,调整过后,还贷当月即可申请办理。
	2022.2.18	广西南宁	南宁住房公积金管理中心	《南宁住房公积金个人住房贷款管理实施细则》	《细则》于2022年3月1日起开始执行,相关内容如下: 1) 下调第二套房公积金贷款首付比例为不低于住房价值的30%,即可贷额度不高于住房价值的70%。此前二套房的首付款比例不得低于住房价值的40%。 2) 取消最低月还款额的限制要求。有利于借款人根据自己的收入情况选择适合的贷款年限,降低还款压力。 3) 放宽再交易住房及商转公贷款对房龄的限制条件。申请再交易自住住房贷款或商转公贷款的,所购住房房龄不能超过30年。
下调商业贷款首付比例	2022.2.17	山东菏泽	工商银行、建设银行、农业银行	/	2022年2月以来,山东菏泽首套房首付比例与贷款利率双降: 1) 山东菏泽工行、建行、农行自2月14日起,名下无住房且无个人住房贷款记录的购房者,首付比例可执行20%。购房者名下有房贷记录但无房产的,执行首付比例为25%;名下有1套或多套房产,执行首付比例为30%。 2) 山东菏泽首套房、二套房贷款利率分别由去年年末的5.95%、6.14%下调至5.6%、5.95%。一般“首房首贷”利率在5.6%;“有房且有贷”(名下有房且相对应有一套住房贷款余额)的购房者执行5.9%的利率;名下有两套及以上房产但房贷余额已清偿的购房者仍可享受5.6%的低档利率。
	2022.2.18	重庆、江西赣州	多家银行	/	2022年春节前后,重庆、江西赣州的不少银行已经将首套房首付比例降至20%。本次调整由当地地方住房、金融职能部门根据因城施策原则共同决定。
	2022.1.11	浙江杭州	商业银行	/	截至2022年1月1日,杭州地区商业银行房贷利率全面回落到6%以下,其中首套贷款利率在5.85%-5.9%,二套贷款利率在5.95%-6%。
	2022.2.21	江苏苏州	多家银行	/	多家银行对苏州地区下调首套房贷款利率,最低已降为4.8%。同时,另有多家银行将首套房贷款利率再降0.05个百分点至4.9%。
下调房贷利率	2022.2.21	广东广州	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政银行	/	2022年2月21日起,工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六家银行下调了广州地区房贷利率。其中,首套房优惠审批利率从此前的LPR+100BP(5.6%)下调至LPR+80BP(5.4%),二套房优惠审批利率从此前的LPR+120BP(5.8%)下调至LPR+100BP(5.6%)。

资料来源: 财联社, 各省市住房公积金管理中心, 光大证券研究所整理

## 2.3、行业或加速出清, 优质头部房企逆势扩张良机

### 集中供地利好优质头部房企, 土地资源或向头部集中

房企买地需要交保证金, 集中供地政策背景下, 房企在同一时间面临多个城市土地的集中供应, 考验房企资金储备; 因此, 资金实力更强的优质头部企业更具拿地优势。与之对应, 一些小体量、低信用的弱势企业因缺乏信贷资源、资金储备不足, 将在土拍市场处于劣势。集中供地或将加速房地产行业出清, 土地资源向优质头部房企集中。

表 5: 集中供地相关中央政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021.02	中华人民共和国自然资源部	“两集中、三批次”供地政策	2021年2月, 自然资源部发布住宅用地供应分类调控文件, 文件要求重点城市住宅用地实现“两集中”: ①集中发布出让公告, 且2021年发布住宅用地公告不能超过3次; ②集中组织出让活动。

资料来源: 中华人民共和国自然资源部, 光大证券研究所整理

表 6: 23 城实施集中供地, 主要集中在一二线

城市能级	集中供地相关城市
一线 (4 个)	北京、上海、广州、深圳
二线 (16 个)	成都、杭州、重庆、武汉、苏州、天津、南京、长沙、郑州、青岛、沈阳、合肥、福州、厦门、济南、长春
三四线 (3 个)	宁波、无锡、东莞

资料来源: 各城市自然资源和规划局, 财联社, 光大证券研究所整理

表 7: 部分供地“两集中”城市第一批次土地竞拍规则

城市	首批地块竞拍规则
北京	首次实施“房地联动、一地一策”: 1、首次引入房屋销售价格指导机制, 要求开发商销售不高于此价, 同时要求保证品质标准; 2、公布土地上限价格、竞建公租房上限面积、竞政府持有商品住宅产权预设份额 (九成地块溢价率未超 15%); 3、在户型限制上将“套型面积”调整为“套内面积”; 4、近三分之二的项目设置了套内“70/90”户型要求; 5、30 宗地中, 有 6 宗将试点竞报政府持有产权比例 (上限为 20%)。
上海	1、合理设定地块起始价格、中止价和最高报价; 2、竞价方式调整为举牌竞价+一次书面竞价; 3、本批次的最高报价一般限定为起始价的 1.1 倍, 也就是最高报价为起始价的 110% (溢价率最高 10%); 4、先进行举牌竞价: 实行房地价联动基础上的限价竞价, 规则设定中止价, 如果低于中止价, 就是价高者得。如果高于中止价, 交易转入书面报价, 也就是一次性报价环节。报价就取平均数, 离平均数近者入围竞标人 (打破价高者得)。 5、推出同一申请人概念, 同一申请人只能进行一次交易申请 (含联合申请), 约束马甲战术。
广州	1、有限落实公共租赁住房、共有产权房、复建安置房等住房的土地供应; 2、通过限地价、竞配建、竞自持方式出让土地; 3、在限定地价范围内价高者得;达到限价后开始竞配建, 竞配面积最大者得;当超过限定配建面积后, 开始进行摇号确定 (部分地块采取限地价+摇号)。
深圳	1.限房价、限地价, 竞自持, 竞配建 (当竞拍溢价率达到 30%时锁定限价, 转入竞报自持比例); 2、除 2 宗人才专用租赁住房外, 所有地块均设置新房限价条件; 3、预公告阶段报名, 降低保证金比例 (单宗预约保证金最高 5000 万, 低于 5 亿按起拍价 10%)。
杭州	延用了以往“限地价, 竞自持, 竞配建”的竞拍模式, 除了 2 宗人才租赁用地, 其余住宅用地均设置最高地价, 达到最高限价后相继采用竞配建和社区养老服务总面积配比政策。同时, 杭州加强销售端限价政策, 全部地块均设置新房限价, 以保证杭州地产市场价格稳定。有所不同的是, 在本次土地竞拍中, 杭州降低在预公告阶段的保证金比例, 以降低开发商企业的拿地压力。

资料来源: 中指研究院, 光大证券研究所整理

### 并购贷款政策出台, 鼓励优质房企加大并购力度

2021 年 12 月 20 日, 央行、银保监会联合发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》, 鼓励优质企业按照市场化原则加大房地产项目兼并收购, 鼓励金融机构提供兼并收购的金融服务, 促进行业出清。在这一政策影响下, 财务状况健康、经营稳健的优质房企将获得更多资源倾斜, 或将在行业出清阶段逆势加大并购获取优质土地资源。

表 8: 近期房地产行业并购贷相关政策

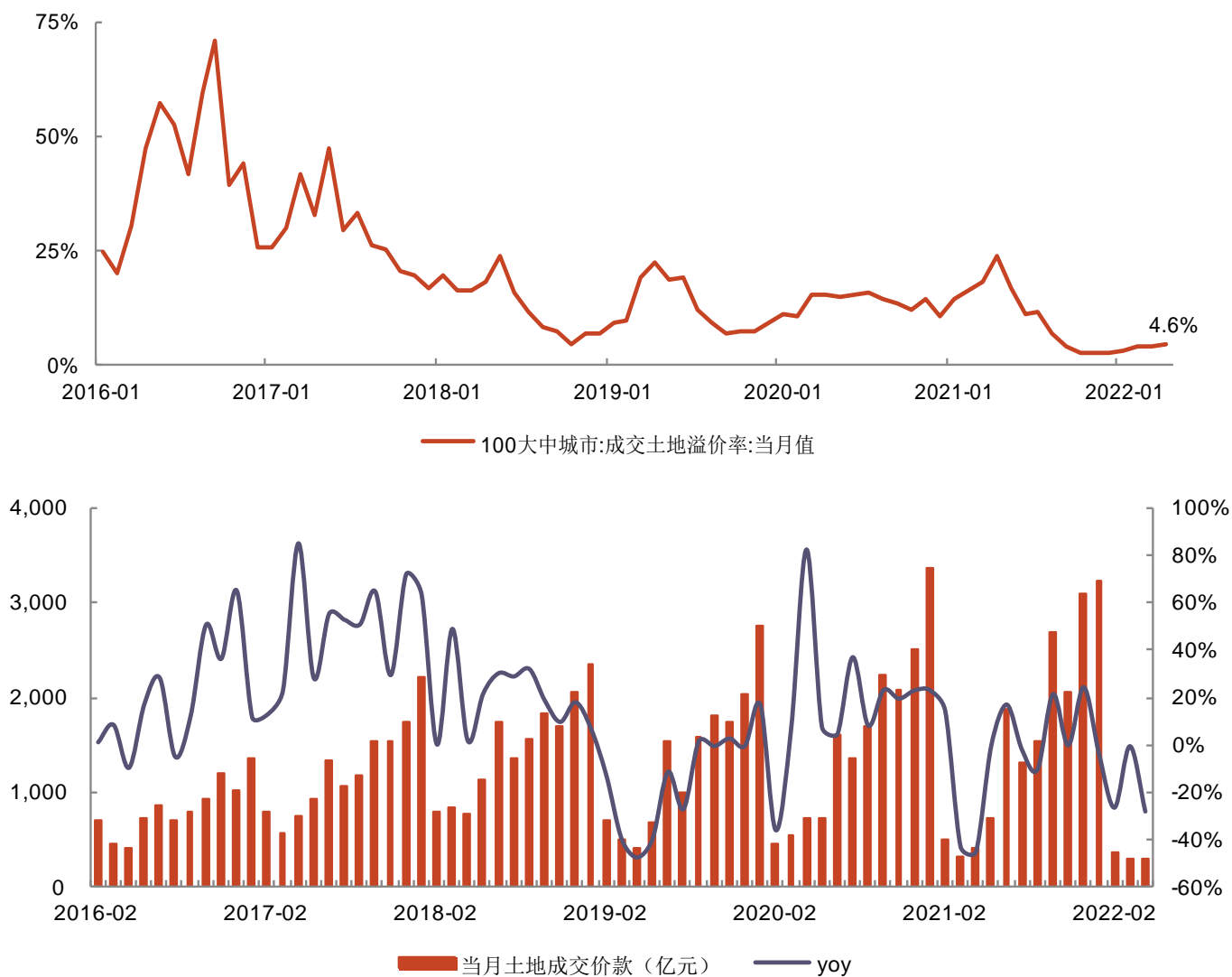
日期	部门	会议/政策文件	政策内容
2021.12.20	中国人民银行、 中国银行保险监督管理委员会	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务。通知主要围绕六方面内容展开, 包括: 稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理, 以及建立报告制度和宣传机制。
2022.03.17	中国银行保险监督管理委员会	/	要求银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则, 稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务, 重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。加快重点房地产企业项目并购贷款的审批流程, 提升全流程服务效率。对于风险可控的项目, 可以提前启动尽职调查、信贷审查。 银保监会表示, 鼓励机构稳妥有序开展并购贷款, 重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目; 鼓励机构稳妥有序开展并购贷款, 重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目, 促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源: 中国政府网, 新华网, 财联社, 光大证券研究所整理

土地溢价率降低，资金充沛的企业将赢得未来

自2021年4月份以来,100大中城市成交土地溢价率呈大幅下降趋势,截至2022年4月,100大中城市成交土地溢价率仅为4.6%,同比-10.9pcts。土地溢价率下降,或可预期这一阶段拿地的房企未来利润率将迎来改善,预计将在23-24年逐步兑现。

图 22：2016-2022 年 100 大中城市成交土地溢价率及土地成交价款（当月值）



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2022.04

### 3、中建系地产：审时度势，伺机而动

#### 3.1、中建系地产以中海为核心

2021年，中国建筑房地产业务收入3309亿元，同比+22%，收入占比为18%，毛利占比为33%；实现房地产销售额4221亿元，同比-2%，其中中海地产实现房地产销售额3695亿元，同比+2%，中海地产销售额占中国建筑房地产销售额比重为88%。

#### 中建系地产介绍：中海地产、中建地产、中海宏洋（联营）

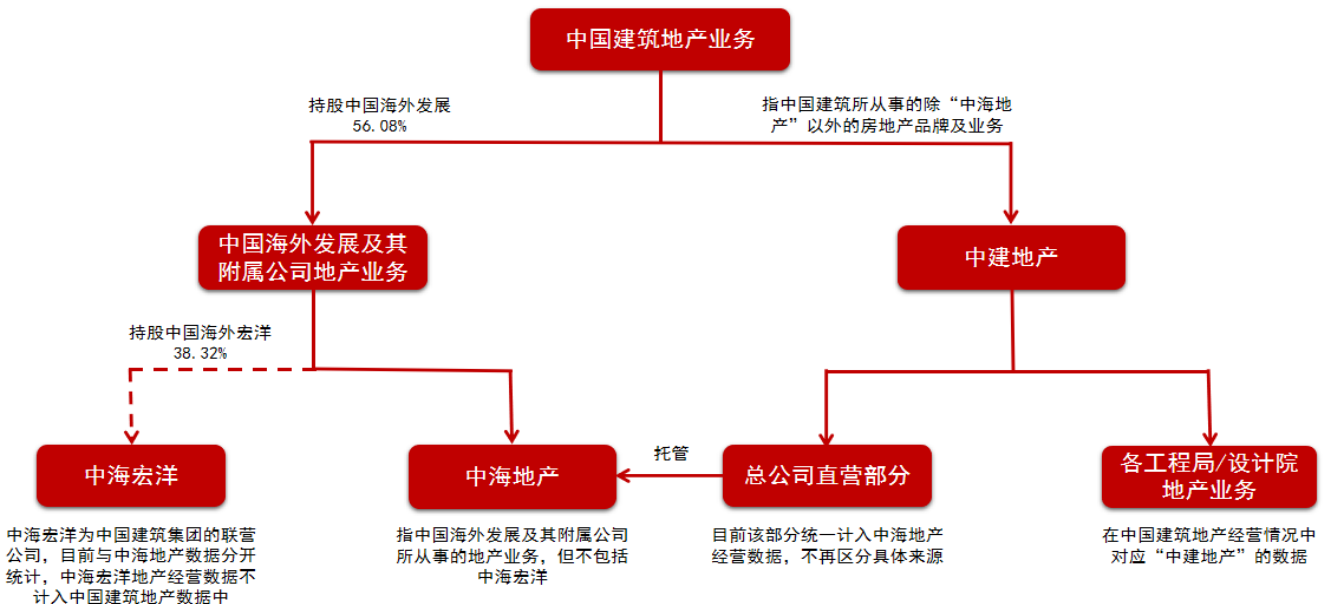
中国建筑旗下控股中海地产和中建地产两大房地产品牌，中海宏洋为其联营品牌。

**中海地产：**中海集团下属中国海外发展有限公司(0688.HK)所属地产发展品牌及业务，包括中国海外发展及其附属公司所从事的房地产业务（但不包括中海宏洋的房地产业务）。中国建筑持有其约56%的股份。

**中建地产：**中国建筑各局院房地产业务所使用的品牌，具体指中国建筑所从事的除“中海地产”以外的房地产品牌及业务，主要业务为一、二线城市的中端地产开发，以及三、四线城市地产项目的属地化经营。

**中海宏洋：**中国海外宏洋集团有限公司(0081.HK)。2011年2月起，中海宏洋从中国建筑的子公司变更为其联营公司，目前与中海地产数据分开统计。中国建筑间接持有其约38%的股份。

图 23：中国建筑地产业务架构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 3.2、中海地产：优秀的管理团队，坚守经营的本质

#### 管理团队从业经验丰富，对地产行业有深入理解

中海地产管理团队在地产行业普遍有二三十年的从业经验，并且在中海旗下区域公司有过丰富的履历，对地产行业以及中海地产发展战略、公司文化、公司组织架构等有着深刻的理解。

表 9：中海地产部分高管履历

姓名	职位	任职日期	年龄	主要履历
颜建国	主席兼执行董事	2017-06-13	55	历任中海企业发展集团有限公司（地产集团）广州公司助理总经理、上海公司副总经理、苏州公司总经理、上海公司总经理、地产集团董事副总经理兼华北区域总裁等职务。拥有约三十一年建筑企业、房地产企业投资及管理经验。
罗亮	副主席、执行董事、执行副总裁	2020-02-11	57	教授级高级建筑师，硕士学位。历任本集团及旗下一间附属公司总建筑师、公司执行副总裁兼运营总监、本公司企业管治委员会成员等职务，现时为本集团若干附属公司的董事。拥有约 32 年建筑师经验。
庄勇	副主席、非执行董事	2020-02-11	45	历任上海公司副总经理、南京公司总经理、苏州公司总经理及西部区域公司助理总经理。拥有约二十年企业管理经验。
张智超	执行董事兼行政总裁	2020-02-11	43	历任地产集团不同业务部门如工程部、投资策划部工作及担任苏州公司副总经理、合肥公司总经理、无锡公司总经理及苏州公司总经理。拥有约 19 年房地产开发及企业管理经验。
郭光辉	执行董事兼副总裁	2018-06-12	49	2006 年加入公司及其附属公司，2008 年起出任本公司执行董事。高级会计师及中国注册会计师协会的非执业会员，硕士学位。拥有约 26 年企业财务、会计的管理经验。

资料来源：wind，中国海外发展 2021 年报，光大证券研究所整理

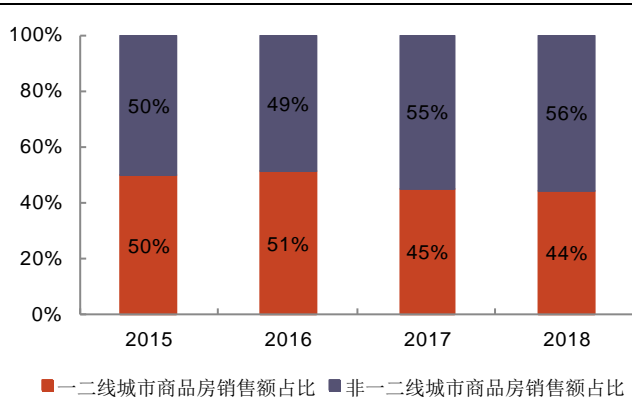
#### 坚守地产经营的本质：最好的资产，最优的价格

对于地产业务而言，经营中最重要的是选对地块的区位，好的区位，意味着资产有升值空间且产品销售去化压力相对较轻。其次是合适的拿地价格：由于从土拍到最终的产品销售有一定的时间周期、拿地的资金占用规模较大、融资成本相对较高，故唯有合适的拿地价格，方能确保项目的最终盈利。

#### 坚持布局最好的资产：

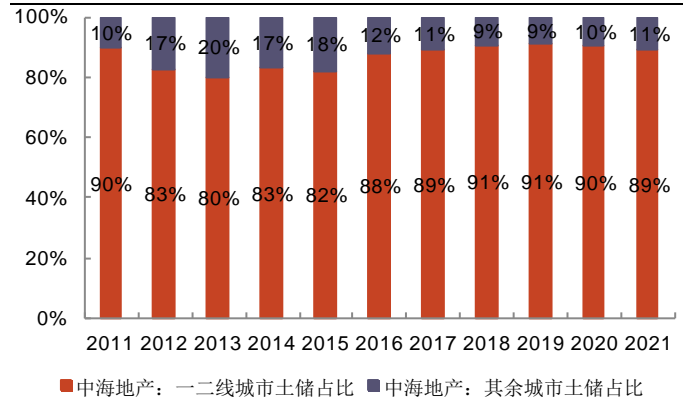
2015 年后，房地产行业陷入高周转热潮，多家企业快速下沉三四线低能级城市，扩大销售规模；然而，中海地产依旧坚持以一二线城市为主进行资产布局，坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的策略。从土储分布情况来看，2011-2021 年，中海地产在一二线城市的土储占比保持在 80%-90% 区间，高于房地产行业其他头部央企国企开发商。

图 24：2015-2018 全国商品房销售额城市能级结构



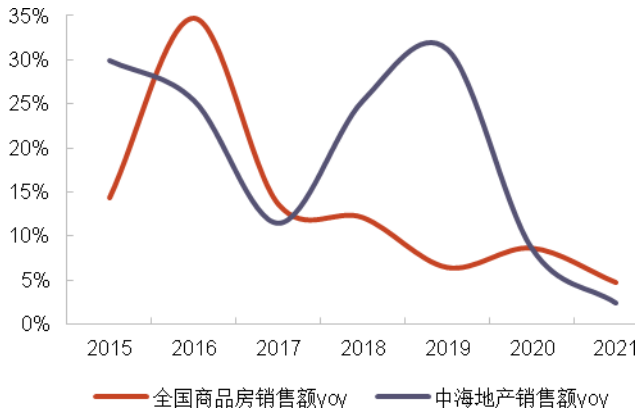
资料来源：wind，光大证券研究所

图 25：2011-2021 中海地产土储城市能级结构



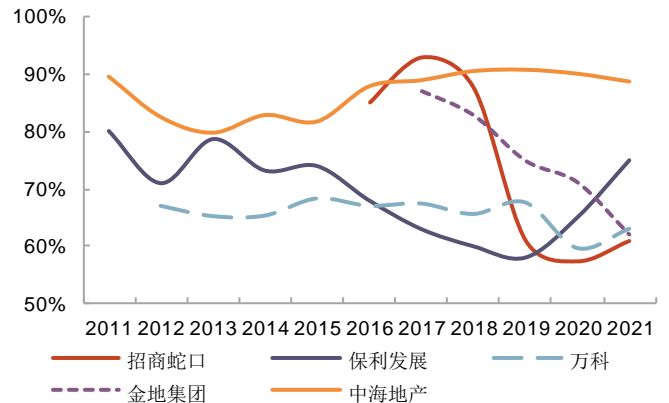
资料来源：wind，光大证券研究所

图 26: 2015-2021 年商品房销售额增速与中海地产销售额增速



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 27: 2011-2021 年部分央企国企地产商一二线城市土储占比



资料来源: wind, 公司公告, 光大证券研究所, 保利发展 2019-2021 年数据为各年年报中所披露的 38 个核心城市土储占比

### 坚持最优的价格:

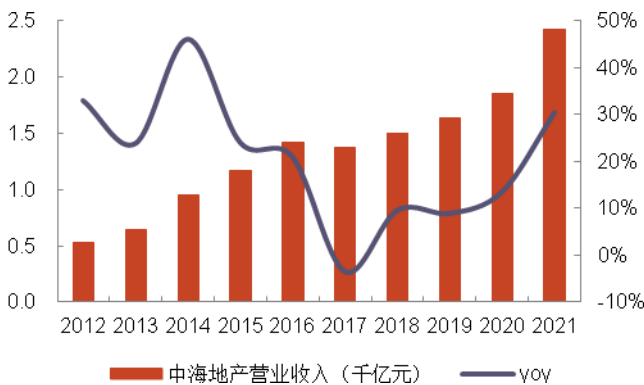
为避免大量资金积压在土储中造成财务负担,从而错失在市场低谷时购入优质土地的机会,中海地产坚持奉行谨慎的拿地策略:即使在土地溢价率高、国内市场“地王”频出的 2016 年,中海地产持有充裕资金,但仍然在土地投资策略上保持慎重;2016 年度新增土地面积 972 万平方米,未超过当年计划 1000 万平方米的指标。2017 年开始,中海地产通过与多家 TOP20 的房企合作拿地的方式降低土地溢价。

审慎的土储策略使得中海地产在 2016-2017 年行业高景气度时期销售增速小幅跑输行业,但也使得中海地产实现持续稳健发展,在 2018-2019 年行业增速放缓时,中海地产销售增速显著高于行业。优质土储资产将助力中海地产度过行业寒冬,在未来的存量市场将具备更强的销售去化能力。

### 专注于房地产开发主业:

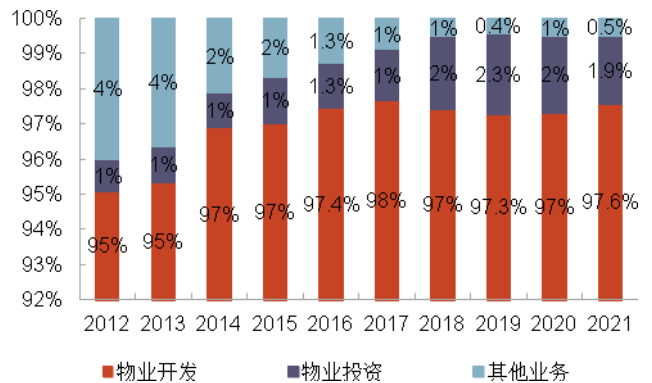
公司始终专注于房地产开发主业,2012-2021 年,中海地产开发业务的收入占比由 95.1%提升至 97.6%。

图 28: 2012-2021 年中海地产营业收入及增速



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 29: 2012-2021 年中海地产收入结构



资料来源: wind, 光大证券研究所

谨慎策略下，经营指标领先同业，规模排名依旧名列前茅

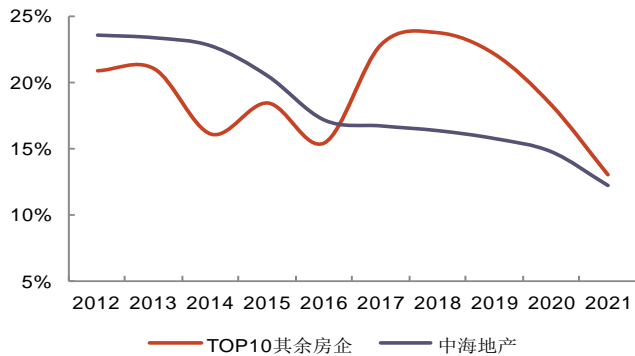
2017-2021年，公司销售规模排名基本保持平稳，2022Q1进一步上升到第5名。对比ROE指标：中海地产16年之前显著领先于TOP10房企，17年后则跑输，主要由于杠杆率影响，其净利率显著高于同业，总资产周转率与同业基本持平。

表 10：2016-2022 年一季度 top10 房企销售排名

排名	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022Q1	
	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)	房企	销售金额 (亿元)
1	中国恒大	3732	碧桂园	5500	碧桂园	7287	碧桂园	7715	碧桂园	7888	碧桂园	7588	碧桂园	1329
2	万科地产	3622	万科地产	5239	万科地产	6069	万科地产	6312	中国恒大	7035	万科地产	6203	万科地产	1045
3	碧桂园	3090	中国恒大	5132	中国恒大	5511	中国恒大	6080	万科地产	7011	融创中国	5976	保利发展	907
4	绿地控股	2513	融创中国	3620	融创中国	4600	融创中国	5556	融创中国	5750	保利发展	5385	融创中国	723
5	保利发展	2203	保利发展	3150	保利发展	4050	保利发展	4702	保利发展	5028	中建系	4933	中建系	707
6	中建系	2136	绿地控股	3042	绿地控股	3812	中建系	4363	中建系	4934	中国恒大	4400	中海地产	480
7	中海地产	1925	中建系	2657	中建系	3397	绿地控股	3880	中海地产	3634	中海地产	3710	招商蛇口	474
8	融创中国	1500	中海地产	2014	中海地产	2688	中海地产	3301	绿地控股	3567	招商蛇口	3268	华润置地	459
9	华夏幸福	1200	龙湖集团	1560	新城控股	2204	新城控股	2748	世茂集团	3003	华润置地	3158	金地集团	455
10	绿城中国	1136	华夏幸福	1538	华润置地	2106	世茂集团	2608	华润置地	2850	绿地控股	2903	绿城中国	373
11	万达集团	1100	华润置地	1512	龙湖集团	2007	华润置地	2430	招商蛇口	2780	龙湖集团	2901	龙湖集团	370

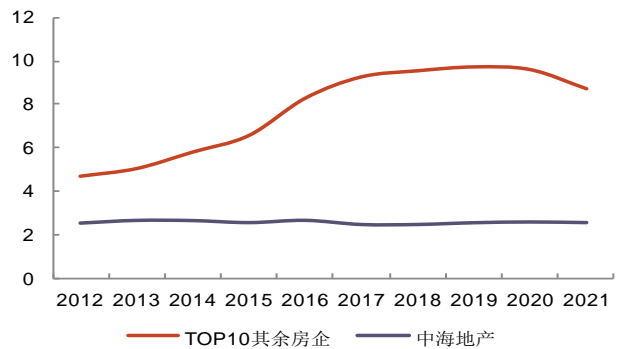
资料来源：公司公告，克而瑞地产研究，光大证券研究所整理，注：中建系销售金额=中国建筑年报及经营公告中披露的销售金额+中海宏洋的销售金额

图 30：2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企净资产收益率



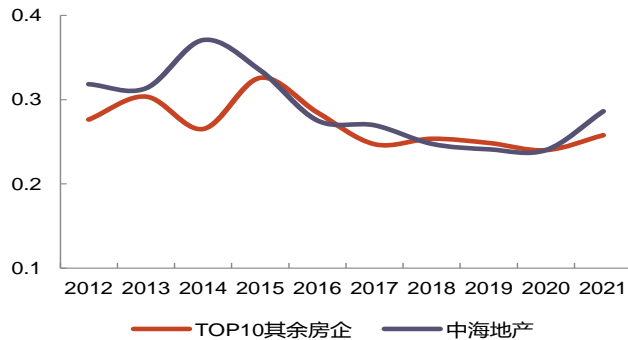
资料来源：wind，光大证券研究所

图 31：2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企权益乘数



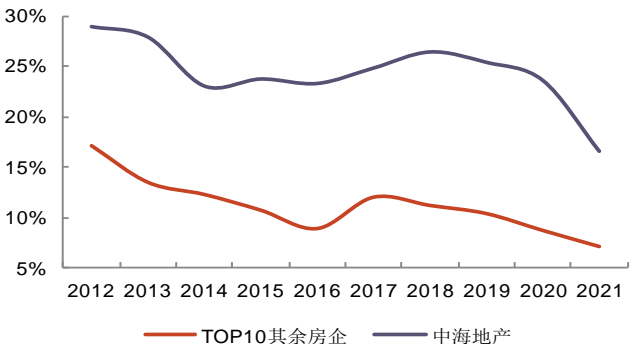
资料来源：wind，光大证券研究所

图 32：2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企总资产周转率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 33：2012-2021 年中海地产与 top10 其余房企归母净利率



资料来源：wind，光大证券研究所

### 3.3、中建系：机遇留给有准备之人

中建系坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的策略。在地产下行周期，中建系凭借其优势，能够以更低成本去布局更优质的资产。

#### 中建系有逆势扩张的能力

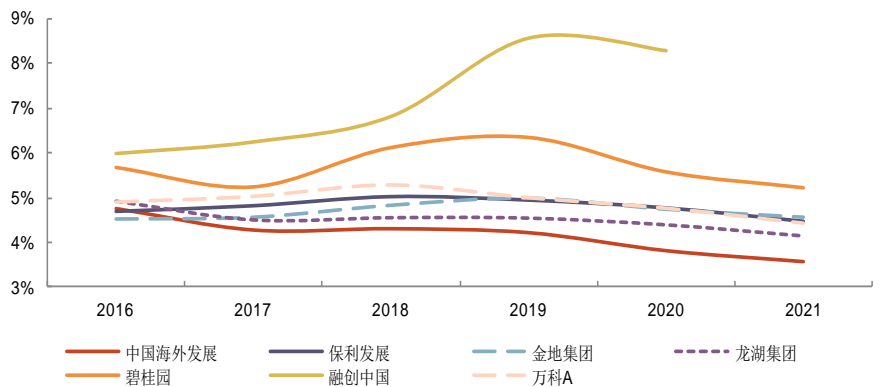
以中海地产的 2021 年年末数据为例，其净负债率为 31%，TOP20 房企中仅次于万科；其剔除预收账款后的资产负债率 54%，为 TOP20 房企最优水平；现金短债比 3.40x，TOP20 房企中仅次于龙湖地产。正因为中海/中建有良好的财务情况及央企国企的信用背书，其融资成本亦有较为明显的优势。

表 11：2021 年销售规模 TOP20 房地产企业情况（按销售规模排名）

序号	公司	公司属性	净负债率	剔除预收账款后的资产负债率	现金短债比	2021 销售规模 (亿元)	踩线情况
1	碧桂园	民企	45.4%	75.7%	2.29	5,580.0	黄档
2	万科	公众企业	29.7%	69.8%	2.50	6,277.8	绿档
3	融创中国	民企	86.6%	76.0%	1.11	5,973.6	黄档
4	保利发展	央企	55.1%	69.2%	2.65	5,349.3	绿档
	<b>中建系三大品牌</b>	<b>央企</b>				<b>4933.0</b>	
5	中国恒大	民企	118.0%	81.0%	0.36	4,400.3	红档
6	<b>中海地产</b>	<b>央企</b>	<b>31.3%</b>	<b>53.6%</b>	<b>3.40</b>	<b>3,695.0</b>	<b>绿档</b>
7	招商蛇口	央企	42.8%	61.7%	1.25	3,268.3	绿档
8	华润置地	央企	30.4%	60.4%	1.96	3,158.0	绿档
9	绿地控股	地方国企	96.4%	83.7%	0.83	2,902.0	橙档
10	龙湖集团	民企	46.7%	67.4%	3.88	2,900.9	绿档
11	金地集团	公众企业	55.2%	67.6%	1.57	2,867.1	绿档
12	世茂集团	民企	50.9%	68.0%	1.19	2,691.1	绿档
13	绿城中国	民企	52.0%	71.1%	2.23	3,509.0	黄档
14	旭辉集团	民企	62.8%	69.7%	2.62	2,473.0	绿档
15	中国金茂	央企	63.0%	67.8%	1.23	2,356.0	绿档
16	新城控股	民企	48.1%	70.0%	1.07	2,337.8	黄档
17	中南建设	民企	93.2%	51.8%	0.92	1,973.7	黄档
18	金科集团	民企	69.5%	69.2%	0.88	1,876.0	黄档
19	阳光城	民企	83.5%	155.5%	0.47	1,838.0	橙档
20	中梁控股	民企	35.0%	79.3%	1.22	1,718.0	黄档

资料来源：Wind，公司公告，克而瑞，光大证券研究所整理，注：销售规模数据来自克而瑞地产研究 21 年销售榜单中全口径销售额，融创中国、中国恒大、世茂集团没有披露 2021 年报，表格中采用的是 2021H1 数据

图 34：多家头部房企融资成本比较：中海地产成本最低



资料来源：wind，各家公司历年年报，其中融创中国 2021 年年报尚未发布，因此数据缺失，光大证券研究所

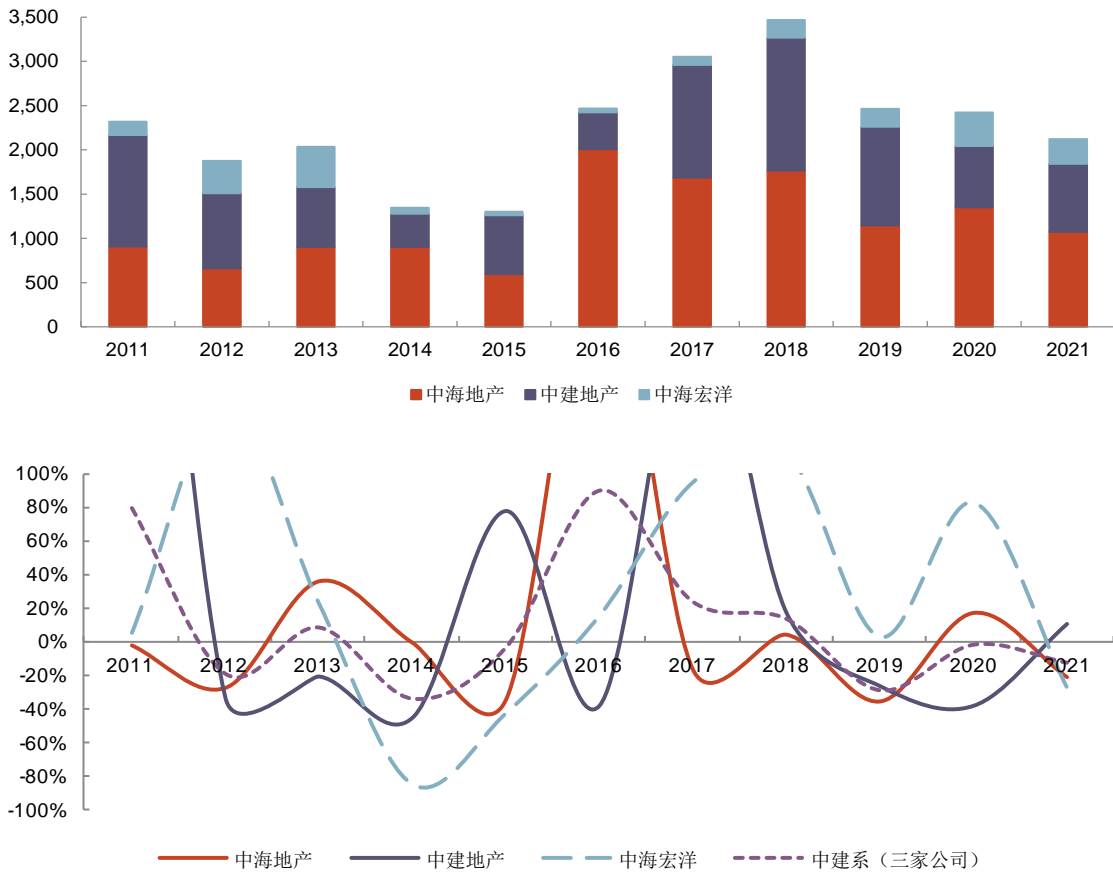
**行业底部，中建系拿地意愿提升**

21年中建地产拿地增速明显加快，中海地产和中海宏洋拿地增速略低，中建系三家公司整体拿地增速为-12.4%，高于房地产行业增速（本年购置土地面积累计增速）3.1pcts。

21H2，公司逆势加大土地储备力度，新购置土地储备 1233 万平方米，同比 +8.7%，高于行业平均增速约 26pcts（同期，国家统计局公布的土地购置面积同比-17.1%）。截至 2021 年末，公司拥有土地储备约 10395 万平方米（静态库存 4.9 年）；公司地产存货超过 70%集中在一线和省会城市。中国建筑将凭借其充沛的资金实力，在行业下行期实现地产业务的逆势扩张。

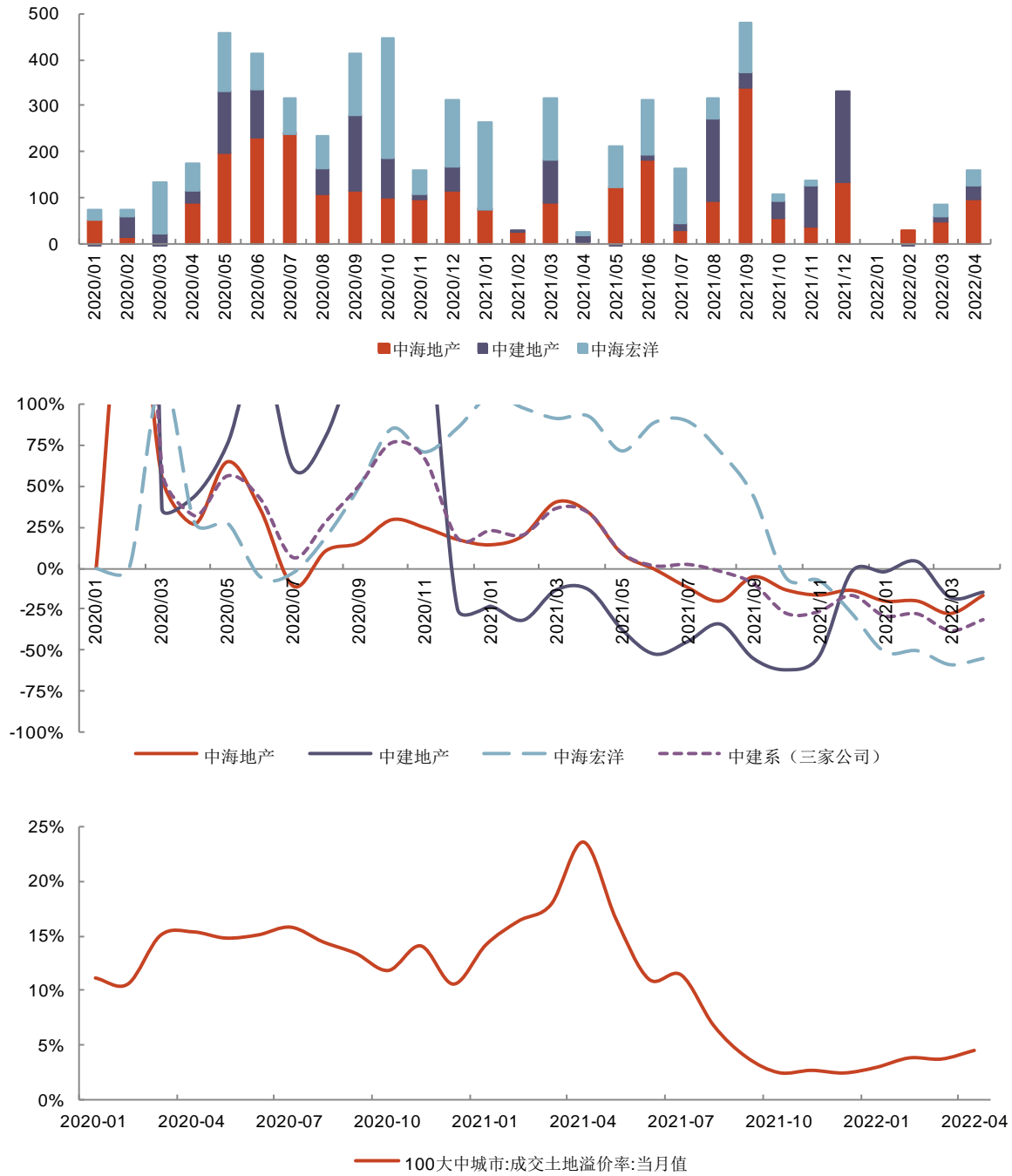
2022 年 1-3 月，中建建筑拿地较少，主要受集中供地及疫情影响。中海地产土储布局以一二线为主，这些城市是集中供地政策的主要实施城市，在 22 年 1-3 月供地量较少，后续集中供应的土地陆续进入土拍市场后，公司 22 年拿地数据或将出现改善。

图 35：2011-2021 年中建系三家地产公司年度拿地面积（万平米）及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

图 36: 2020-2022.04 中建系三家公司单月拿地面积 (万平米) 及移动平均增速及土地溢价率



资料来源: wind, 同花顺, 公司公告, 光大证券研究所, 月度增速为 12 个月移动平均增速, 数据截至 22.04

我们用“中海地产拿地金额/国家统计局土地成交价款”来观测中海地产的拿地强度变化, 2019-2021 年, 中海地产拿地强度稳中有升, 并在 2021 年底出现明显上升, 或可验证中海地产在行业出清阶段加大了拿地力度, 为今后其房地产业务销售额市占率提升打下基础。

由于缺乏中国建筑拿地金额数据 (仅指中海地产+中建地产, 不含中海宏洋), 我们用“中国建筑拿地面积/国家统计局新增土地购置面积”来观测中国建筑的

拿地强度。2017-2021 年，中国建筑拿地强度逐渐下降，或由于中国建筑销售结构变化所致，一二线销售金额占比上升，意味着仅需要更少的土地建面就能实现相同的销售规模。2017 年中海地产房地产销售额/中国建筑房地产销售额约为 72%，2021 年这一比例已上升至 87%，而中海地产销售主要分布在一二线城市，比例高于中建地产。

同时，明显看到 2021 年下半年，中国建筑新增拿地面积市占率加速提升，或说明公司逆势加大拿地力度，为后续业务发展谋篇布局。

图 37: 2015-2022.04 中海地产拿地金额市占率 (月度值)



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 光大证券研究所, 注: 拿地金额市占率=中海地产月度拿地金额/国家统计局月度土地成交价款, 月度数据均按 12 个月移动平均计算, 数据截至 2022.04

图 38: 2015-2022.04 中国建筑新增拿地面积市占率 (月度值)



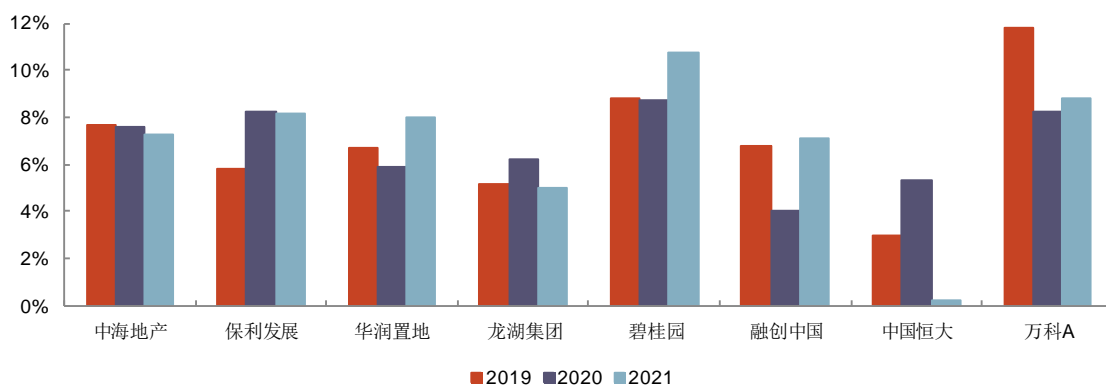
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 光大证券研究所, 注: 此图仅为上市公司中国建筑拿地面积数据, 不包括中海宏洋, 中国建筑拿地面积市占率=中国建筑月度新增土地购置面积/国家统计局月度新增土地购置面积, 月度数据均按 12 个月移动平均计算, 数据截至 2022.04

图 39: 2015-2022.04 中建系新增拿地面积市占率 (月度值)



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 光大证券研究所, 注: 中建系拿地面积市占率=(中国建筑+中海宏洋月度新增土地购置面积)/国家统计局月度新增土地购置面积, 月度数据均按 12 个月移动平均计算, 数据截至 2022.04

图 40: 2019-2021 年头部房企拿地金额市占率



资料来源: 各公司公告, 国家统计局, 光大证券研究所, 注: 拿地金额市占率=拿地金额/国家统计局土地成交价款

## 4、建筑业：强者恒强，产业升级

### 4.1、建筑业总需求有支撑

#### 中央定调：基建投资重要性提升至国家安全层面

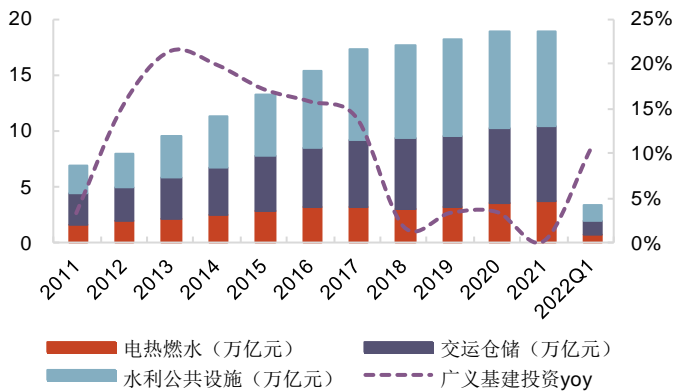
2022年4月26日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。会议指出，全面加强基础设施建设对保障国家安全，畅通国内大循环、促进国内国际双循环，扩大内需等都有重大意义。

此次会议明确传达了高层对基建投资的重视和定位，将市场所认为的“基建作为短期托底经济的手段”上升至“保障国家安全、畅通国内大循环，促进国内国际双循环”的更高战略层面。会议指出本轮基建投资的主要方向，即水网、路网、能源网络的搭建。

结合地方政府隐性债务风险的现实约束以及中央坚决遏制地方政府隐性债务增量的政策态度，我们判断本轮基建投资发力将以中央层面为主，地方政府力度或相对偏弱，建筑央企或最受益。

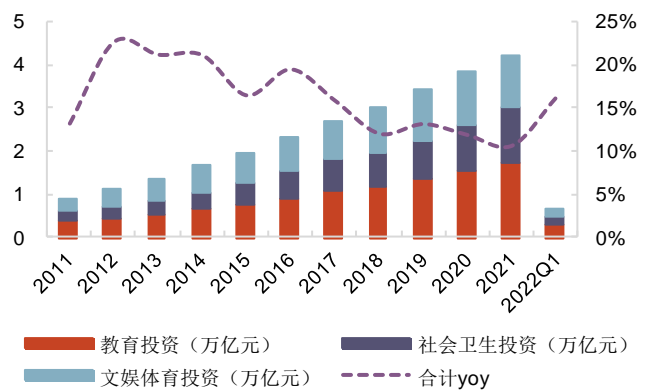
**公募基建REITs加速发行，将成为基建投资的重要增量资金来源。**我们判断REITs将是基建投资的重要资金来源，是“宽信用”的重要抓手。我们在《REITs与PPP：相似的节奏，不同的结局——建筑装饰行业公募基建REITs系列研究之九》（2022.2.18）中提出，基建公募REITs是极为重要的投融资机制改革，对于建筑业（以及其他相关行业）的影响及变革将超越当年PPP。若REITs回收资金全部用于再投入，则可撬动基建投资约为其募资金额的2.25倍。

图 41：广义基建投资及同比增速：22Q1 明显加速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 42：固定资产投资：教育+卫生+文体，以及合计增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 4.2、强者恒强，集中度或加速提升

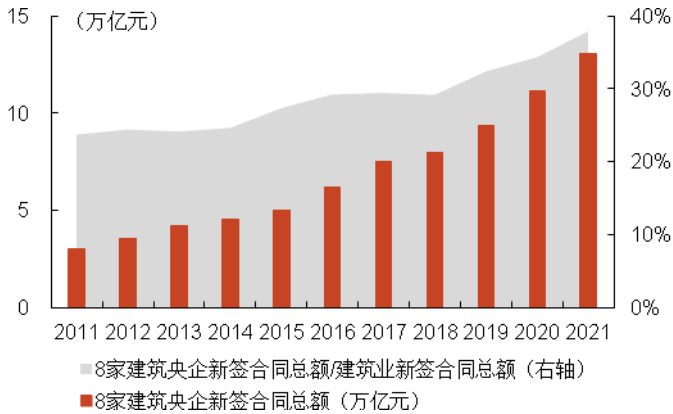
我们在《建筑央企收入增长的确定性有多高？——建筑装饰行业建筑央企专题报告之二》（2022.1.25）中提出，建筑行业集中度提升趋势不可逆转由多个原因所致，未来几年建筑央企收入保持两位数增速的概率较高。

**央企竞争优势强化，市占率将持续提升**

**订单口径，央企市占率已达 40%：**央企的新签订单增速快于行业平均，主要由于：1) 央企的品牌、资质、技术实力、资金实力领先于民营及地方国企；2) 建筑业合规化持续推进，区域壁垒逐步被打破；3) 项目大型化趋势，以及项目管理向 EPC 转变；4) 央企在海外项目拓展优势较为显著。

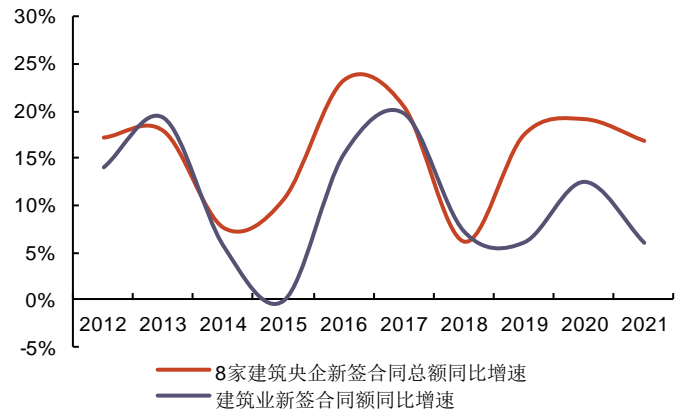
2011-2021 年，建筑央企新签订单金额年均复合增速达 15.6%，高出建筑业年均复合增速 5.3pcts。新签订单金额口径，8 家建筑央企 2011 年市占率约为 23.8%，2021 年市占率达 37.9%。

**图 43：建筑央企新签合同总额及其占建筑业新签合同总额的比重**



资料来源：Wind，光大证券研究所

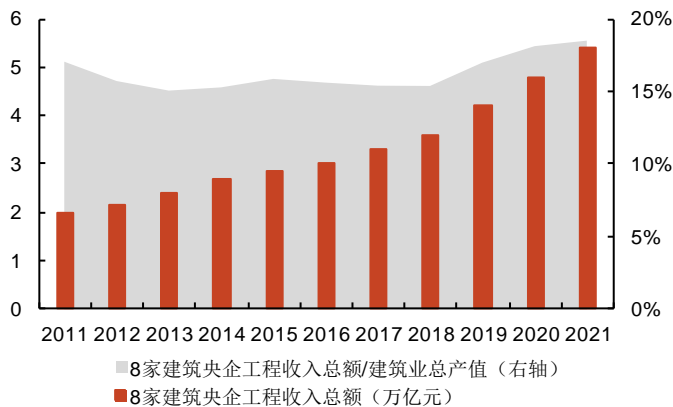
**图 44：建筑央企新签合同总额增速与建筑业平均增速比较**



资料来源：Wind，光大证券研究所

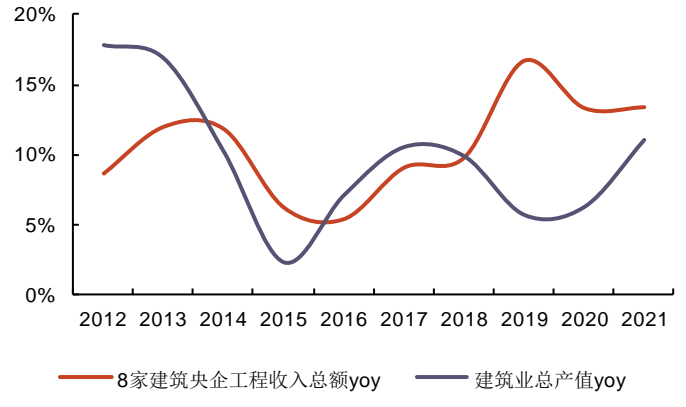
**收入市占率仍低，但已提速：**2011-2021 年，建筑央企工程业务收入复合增速达 10.6%，高出建筑业复合增速 0.9pct。2019 年以来，在国资委去杠杆的背景下，建筑央企收入逐步提速。收入口径市占率缓步提升，主要由于：1) 工程收入相较于新签订单有一定滞后性；2) 有效新签订单结转加速，实物量落地情况逐步改善；3) 项目大型化趋势下，单个项目经理、总工对应的的项目规模增大；4) 国改初见成效，企业对人才的吸引力提升；人员规模持续扩张，管理半径逐步拓宽。

**图 45：8 家建筑央企工程收入总额及其占建筑业总产值的比重**



资料来源：Wind，光大证券研究所

**图 46：8 家建筑央企工程收入总额同比增速与建筑业平均对比**



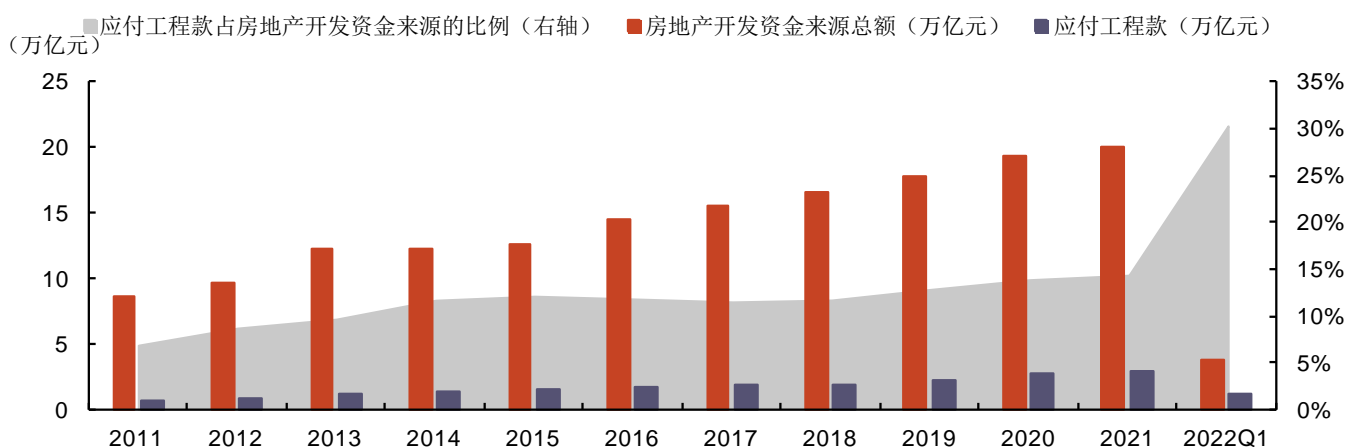
资料来源：Wind，光大证券研究所

### 地产风险传导，建筑业中小企业加速退出，竞争烈度将降低

下游地产商的信用风险逐步传导至建筑承包商。由于前期高周转民企地产商规模扩张速度较快，在建筑业竞争加剧的背景下，部分建筑承包商通过与民企地产商深度绑定的形式以实现规模的快速扩张。随着部分地产商的信用风险逐步暴露，与之有业务合作的建筑承包商亦逐步出现债务违约的情况。

虽然部分央企国企建筑承包商亦受到了地产信用的波及（2021 年报对相关应收账款票据、合同资产等进行大额减值），但由于央国企收入、资产规模较大，且信用等级较高，受到的冲击影响相对较小。地产风险传导，建筑业中小企业或加速退出，行业未来竞争烈度或降低。

图 47：房地产开发资金来源总额 V.S. 应付工程款：应付工程款占比持续上升



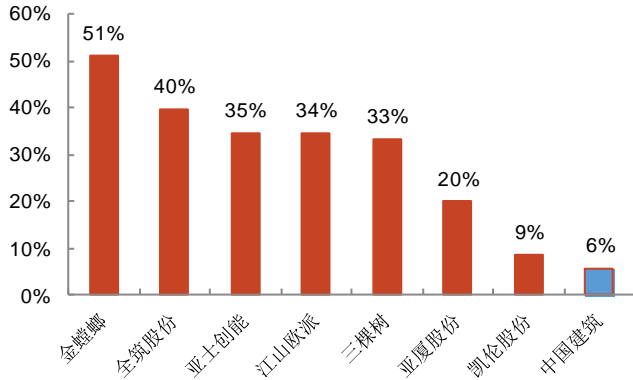
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 12：排名前 50 民营/地方建筑公司破产重组情况

公司名称	地区	事件	2020 年收入规模 (亿元)
江苏南通二建集团有限公司	江苏	2018 年 11 月 12 日，江苏省启东市人民法院裁定批准江苏南通二建第三建筑安装工程有限公司重整计划。重整原因：原总经理个人承包工程过程中，多次以二建三公司安装工程处名义对外借款或提供担保，致二建三公司负债不能清偿。	307.07
江苏南通六建建设集团有限公司	江苏	2022 年 1 月 12 日，江苏省如皋市人民法院裁定受理对江苏南通六建建设集团有限公司的破产重整申请。破产重整原因：不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力。	489.42
广东省建筑工程集团有限公司	广东	2020 年 8 月 24 日，广东省广州市中级人民法院裁定受理广东省建筑工程总公司房地产开发公司的强制清算申请。清算原因：公司 2001 年出现法定解散事由（被依法吊销营业执照），但未及时清算。	693.79

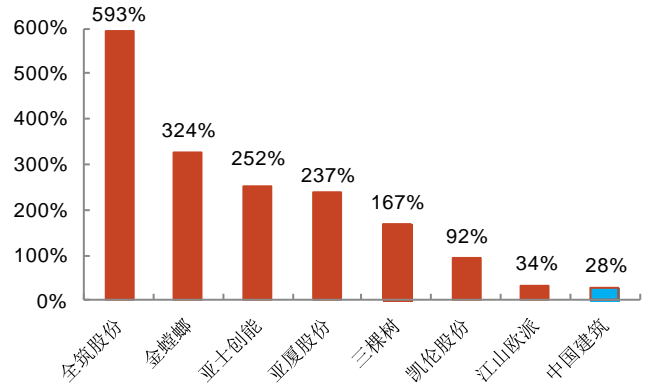
资料来源：中国建筑企业管理协会，全国企业破产重整案件信息网，wind，光大证券研究所整理

图 48: 八家建筑建材企业 2021 年末资产减值准备/净资产



资料来源: 各公司 2021 年年报, 光大证券研究所整理, 注: 资产减值准备包括应收账款减值准备和存货跌价准备

图 49: 八家建筑建材企业 2021 年减值计提/2020 年归母净利润



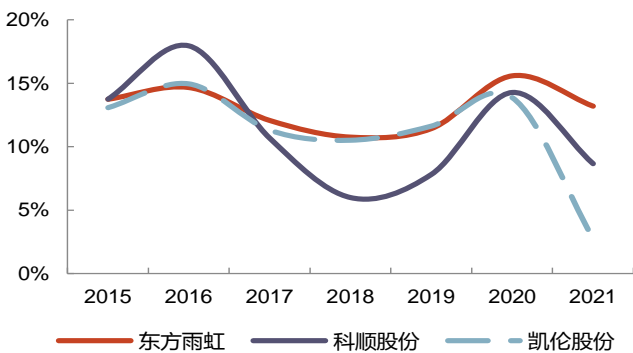
资料来源: iFinD, 各公司 2021 年年报, 注: 减值计提=信用减值损失+资产减值损失

### 高杠杆高周转房企退出, 建筑建材龙头公司经营质量或将改善

高周转房企在本轮中行业产能出清过程中, 由于大量商票无法兑付导致上游供应商遭遇较大规模的坏账计提。与经营稳健的优质头部房企合作较多的供应商能够获得更短的账期、更低的坏账风险、更高的利润率。

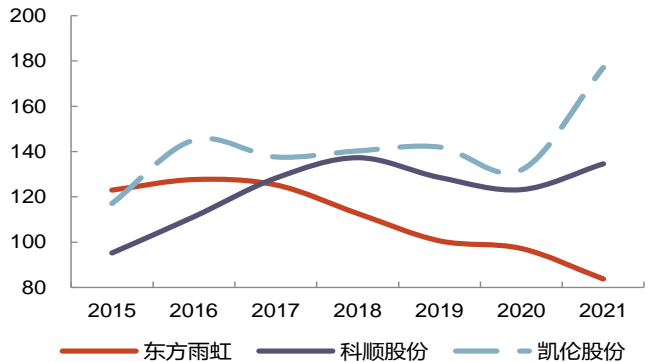
以防水企业为例, 参与高杠杆房企相关业务较多的企业 (科顺股份、凯伦股份) 在 21 年全部发生了大额坏账计提, 而龙头公司 (东方雨虹) 则无此项损失。龙头防水企业之所以能规避这一风险, 主要和下游客户结构有关, 其与经营稳健的优质头部房企合作较多, 与高杠杆房企合作较少, 因此承受的风险更小。参与高杠杆房企相关业务较多的防水公司在 2017 年后净利率低于行业龙头公司, 并且应收账款周转天数在 2015-2021 年总体呈现上升趋势。未来随着高杠杆房企逐渐退出市场、优质头部房企市占率提升, 上游供应商的营商环境或将随之改善, 供应商净利率和现金流或逐步向好。

图 50: 2015-2021 年防水企业销售净利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 51: 2015-2021 年防水企业应收账款周转天数 (天)



资料来源: wind, 光大证券研究所

### 4.3、 建筑物提标增质大势所趋， 房建利润率将提高

#### “竞品质” 叠加绿色建筑， 或有利于龙头建筑企业盈利能力提升

从中央部委及各地方政府政策发布情况来看，绿色建筑及土拍市场的竞品质要求已成为大势所趋，建筑物品质要求提升将成为行业未来演化方向，在此背景下，业主对房建承包商的技术研发等实力将会有更高的要求。

中国建筑作为房建行业绝对的龙头企业，过往经营中就已定位于中高端建筑（放弃低端），在“竞品质”的背景下，竞争优势将更加凸显，行业需求或进一步向龙头企业集中。同时，建筑物品质提升或带来房建项目利润率提升（从常识推测，更高的附加值对应更高的利润率），有利于中国建筑房建业务盈利能力改善。在绿色建筑领域，公司已布局多年，旗下中建海龙的 MiC 建筑技术是当前装配式建筑领域内最先进的技术路线，已由粤港澳大湾区市场进一步推广到内地其他城市。

表 13：近期绿色建筑相关中央政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021.3.19	中华人民共和国住房和城乡建设部办公厅	《绿色建造技术导则（试行）》	《导则》对绿色建造提出主要技术要求： 1、采用系统化集成设计、精益化生产施工、一体化装修的方式，加强新技术推广应用，整体提升建造方式工业化水平。 2、结合实际需求，有效采用 BIM、物联网、大数据、云计算、移动通信、区块链、人工智能、机器人等相关技术，整体提升建造手段信息化水平。 3、采用工程总承包、全过程工程咨询等组织管理方式，促进设计、生产、施工深度协同，整体提升建造管理集约化水平。 4、加强设计、生产、施工、运营全产业链上下游企业间的沟通合作，强化专业分工和社会协作，优化资源配置，构建绿色建造产业链，整体提升建造过程产业化水平。
2021.10.21	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	《意见》在“转变城乡建设发展方式”章节指出，要建设高品质绿色建筑，实现工程建设全过程绿色建造。 1、建设高品质绿色建筑。包括：规范绿色建筑设计、施工、运行、管理；推进既有建筑绿色化改造；开展绿色建筑、节约型机关、绿色学校、绿色医院创建行动；加强财政、金融、规划、建设等政策支持，大力推广超低能耗、近零能耗建筑，发展零碳建筑。 2、实现工程建设全过程绿色建造。包括：开展绿色建造示范工程创建行动，推广绿色化、工业化、信息化、集约化、产业化建造方式；完善绿色建材产品认证制度，开展绿色建材应用示范工程建设。
2022.3.11	中华人民共和国住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	《规划》指出，“十四五”期间重点任务包括：加强高品质绿色建筑建设、完善绿色建筑运行管理制度、加强既有建筑节能绿色改造、推广新型绿色建造方式、促进绿色建材推广应用。 “十四五”总体目标：到 2025 年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑。 “十四五”具体目标：到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上，地热能建筑应用面积 1 亿平方米以上，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%，建筑能耗中电力消费比例超过 55%。

资料来源：住房和城乡建设部，自然资源部，光大证券研究所整理

表 14：近期“竞品质”、绿色建筑相关地方政策

省、市	时间	发布部门	政策名称	主要内容
北京市	2020.12.31	北京市规划和自然资源委员会	《高标准商品住宅建设方案评审内容及评分标准》	《评分标准》明确了建筑品质和规划建筑设计的具体评分细则。其中，建筑品质(总分 100)，具体包括： 1、绿色建筑（总分 25）：三星级绿色建筑面积达到总面积的 50%/80%/100%，其他均为二星级绿色建筑，分别为 10/15/20 分。 2、装配式建筑（总分 25）：装配率在 76%-90%之间、≥91%，分别为 10、15 分。 3、超低能耗建筑（总分 14）：实施超低能耗建筑示范面积达到 1 万平方米、达到总面积的 20%且示范面积不低于 3 万平方米，分别为 5、14 分。 4、宜居技术应用（总分 16）。 5、管理模式（总分 20）。
	2021.9.17	北京市规划和自然资源委员会	《高标准商品住宅建设方案评审内容及评分标准》	新版《评分标准》重新调整了建筑品质和规划建筑设计的具体评分细则。其中，建筑品质(总分 100)，具体包括： 1、绿色建筑（总分 18）：全面实施三星级绿色建筑，为 18 分。 2、装配式建筑（总分 18）：全面实施装配式装修（公共区域除外）、全面实施工装式

			建筑: 装配率, 分别为 4、14 分。 3、超低能耗建筑(总分 20): 实施超低能耗建筑面积达到总面积的 30%/50%, 分别为 12、20 分。 4、健康建筑(总分 6): 项目实施健康建筑面积达到总面积的 30%, 且不低于 5 万平方米; 或总面积低于 5 万平方米时, 全部实施健康建筑, 均为 6 分。 5、宜居技术应用(总分 16)。 6.管理模式(总分 22)。
	2021.9.23	北京市规划和自然资源委员会	《北京市绿色建筑施工图设计要点》 《设计要点》指出, 绿色建筑等级划分应为基本级、一星级、二星级、三星级 4 个等级。当满足全部控制项要求时, 绿色建筑等级应为基本级; 一星级、二星级、三星级 3 个等级的绿色建筑均应进行全装修, 全装修工程质量、选用材料及产品质量应符合国家现行有关标准的规定。该设计要点适用于 2021 年 6 月 1 日后取得建设工程规划许可证的房屋建筑类项目, 要求在施工图设计文件中注明项目执行的绿色建筑标准编号、项目承诺达到的绿色建筑星级, 并应在图纸说明部分提交《绿色建筑施工图设计集成表》。
南京市	2021.7.15	南京市规划和自然资源局	《关于提升全市新建商品住宅规划品质要求的通知》 《通知》要求在既有规划条件已约定相关规划品质的基础上, 进一步拓展有关管控内容, 提升住宅设计和建设品质。
苏州市	2021.8.17	苏州住建局	《苏州市住宅品质提升设计指引(试行)》 《指引》从建筑、结构、给排水、电气、暖通五个专业制定明确的住宅品质规范, 适用于 2021 年 7 月 15 日后取得建设用地使用权的项目。
济南市	2021.11.5	济南公共资源交易中心、济南市自然资源和规划局	2021 年度最后一次集中供地公告, 并实施新规 在本次土地出让公告中, 土拍规则再次更新: 触发最高限价后将启用新规则——限地价, 竞建筑品质和建设进度, 这意味着济南土拍将开启“竞品质时代”。此次土拍触发最高限价后竞建筑品质和建设进度主要分为 9 项承诺条款, 包括商品房住宅建筑星级绿色建筑所占比例、承诺达到相应建设进度后办理预售许可手续等内容。根据规则, 竞拍遵循梯次满足原则, 如达到最高限价将采用竞星级绿色建筑比例直至最高承诺现房销售。如达到第 5 项至第 9 项中任一项成交的, 必须同时满足第 4 项要求(三星级绿色建筑); 两个及两个以上竞买人达到同一项的, 按时间顺序第一个达到的为竞得人。
四川省	2022.1.4	四川省住房和城乡建设厅	《四川省绿色建筑标识管理实施细则》 《实施细则》规范了绿色建筑标识的认定管理标准。 1、绿色建筑三星级标识统一采用国家标准, 二星级、一星级标识可采用国家或地方标准。 2、新建民用建筑采用现行国家标准《绿色建筑评价标准》或相对应的现行地方标准《四川省绿色建筑评价标准》。 3、工业建筑采用现行国家标准《绿色工业建筑评价标准》。既有建筑改造采用现行国家标准《既有建筑绿色改造评价标准》。

资料来源: 各省市住建局, 各省市规划和自然资源委员会, 财联社, 光大证券研究所整理

## 5、中建：一骑绝尘，盈利改善

### 5.1、规模领先，订单及收入依旧保持较快增长

自上市伊始，中建的收入及订单规模远超其他建筑央企；在相对较高基数的背景下，公司工程业务依旧保持较高的增速。

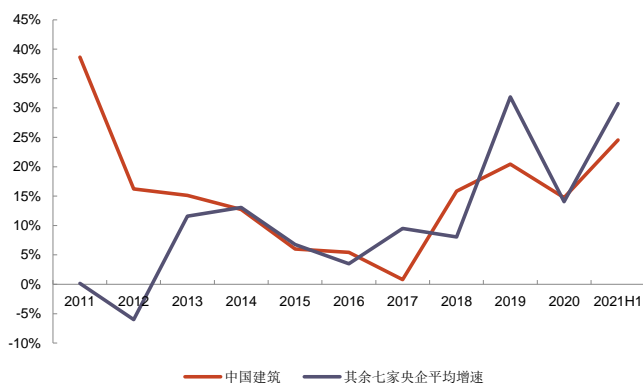
公司房建订单增速走势主要跟随房地产周期：09-10年，受益于“四万亿”刺激政策，公司房建订单连续高增长；刺激政策逐渐退出后，11-12年房建订单增速明显放缓。15年后，受益于棚改货币化安置带来的新一轮房地产上行周期，公司房建订单增速逐渐回升，直至20年受疫情冲击再次回落。

表 15：2016 年、2021 年八大建筑央企工程业务订单及收入

排名	公司	2016 年		2021 年			
		工程订单 (亿元)	工程收入 (亿元)	工程订单 (亿元)	CAGR	工程收入 (亿元)	CAGR
1	中国建筑	18796	8078	31074	11%	15604	14%
2	中国中铁	12058	6108	26713	17%	10230	11%
3	中国铁建	11047	5437	24945	18%	8656	10%
4	中国交建	7308	4291	12679	12%	6815	10%
5	中国中冶	4094	1965	11210	22%	4806	20%
6	中国电建	1845	2127	4699	21%	3965	13%
7	中国能建	1847	1482	4780	21%	2795	14%
8	中国化学	705	528	2698	31%	1250	19%

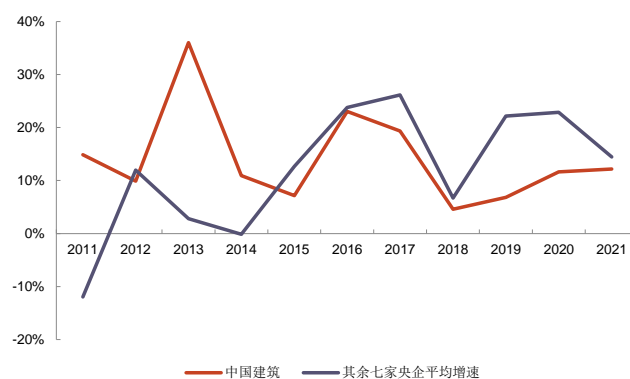
资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所，其中 CAGR 指 2016-2021 年年均复合增速

图 52：中国建筑与其余七家建筑央企工程业务收入增速



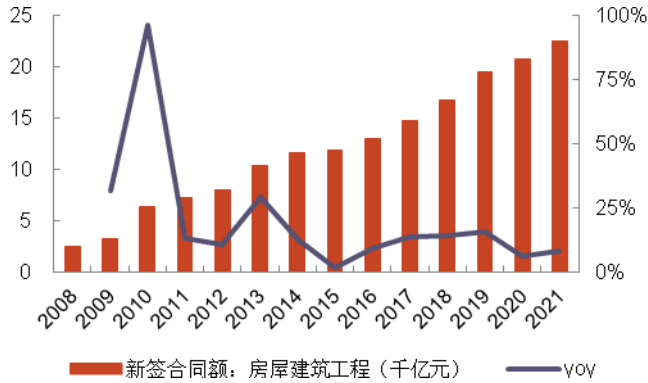
资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所

图 53：中国建筑与其余七家建筑央企工程业务新签合同额增速



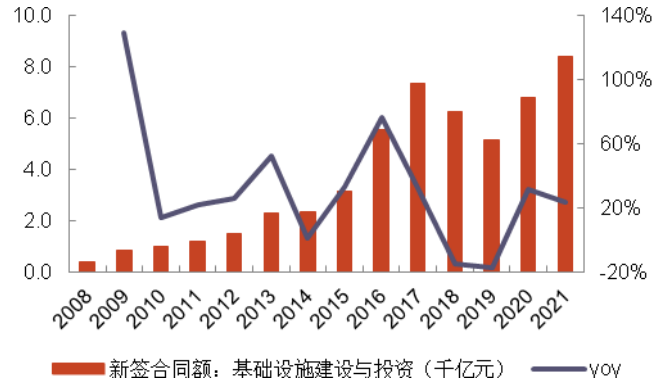
资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所

图 54: 2008-2021 年中国建筑房建业务新签合同额及增速



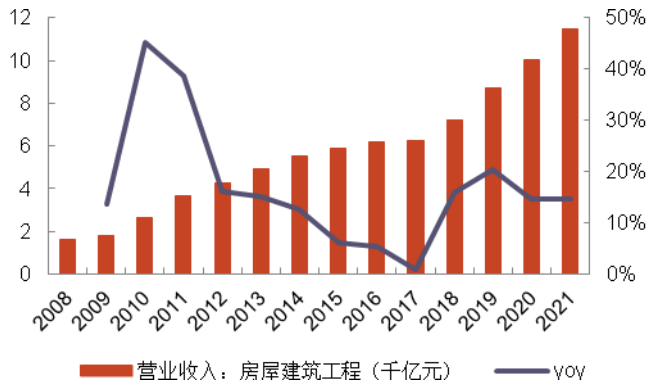
资料来源: iFinD, 公司年报, 光大证券研究所

图 55: 2008-2021 年中国建筑基建业务新签合同额及增速



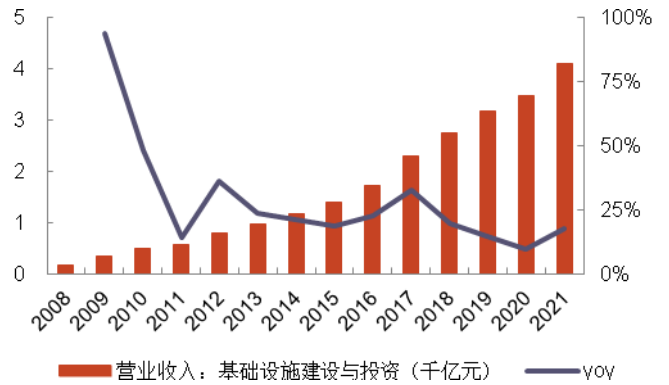
资料来源: iFinD, 公司年报, 光大证券研究所

图 56: 2008-2021 年中国建筑房建业务收入及增速



资料来源: iFinD, 光大证券研究所

图 57: 2008-2021 年中国建筑基建业务收入及增速

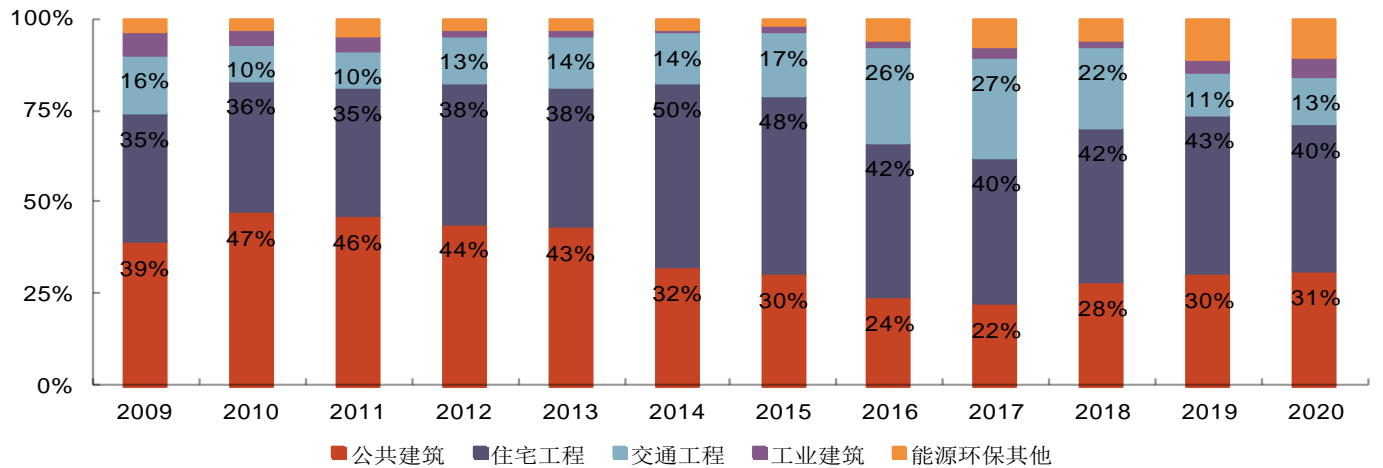


资料来源: iFinD, 光大证券研究所

### 建筑业务多元化

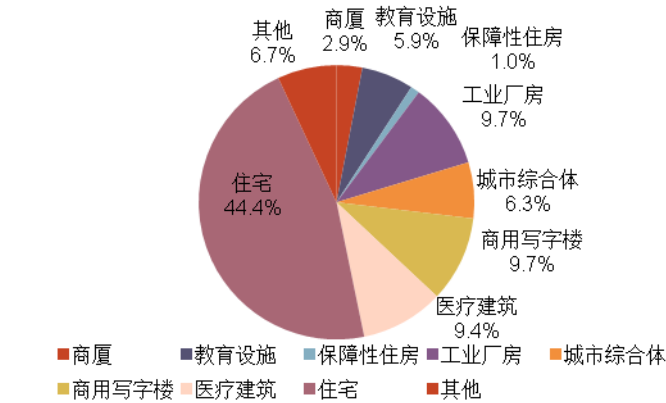
上市以来, 公司建筑业务新签合同额中, 住宅+公共建筑+交通工程三者占比整体呈下降趋势, 其他类订单占比提升, 或与公司建筑业务应用场景多元化有关。

图 58: 2009-2020 年中国建筑建筑业务新签合同额构成



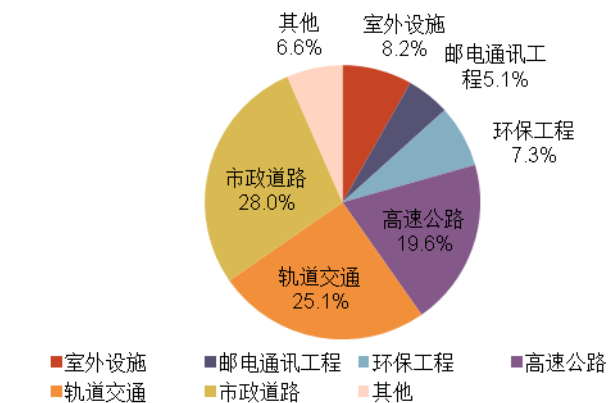
资料来源: 公司官网, 2020 年度业绩推介资料, 光大证券研究所, 注: 未找到 21 年数据

图 59：2021 年中国建筑房建业务新签合同额构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 60：2021 年中国建筑基建业务新签合同额构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所

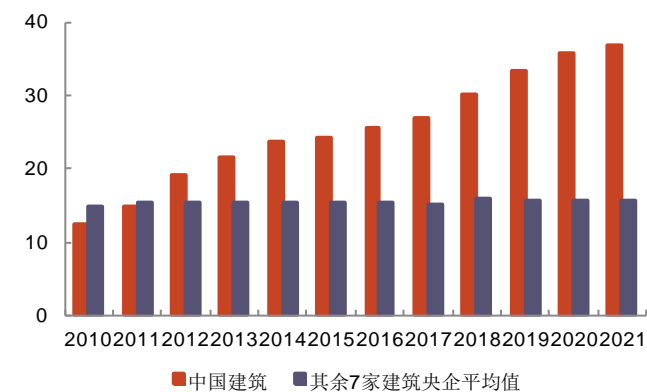
## 5.2、 机制优化，管理提效，对人才吸引力大幅提升

2010-2021 年，中国建筑员工总人数增长 198%，在建筑央企中排第一；年均复合增速为 10.4%，高于其他七家建筑央企 10pcts。

在人员快速扩张情况下，中国建筑人均创收和人均创利仍保持同业最高水平，并且人均薪酬仍低于行业平均。人员质量结构方面，中国建筑亦优于同业公司。2021 年，中国建筑本科以上学历的员工人数占比及研发人员中 40 岁以下人数占比均位列行业第二。

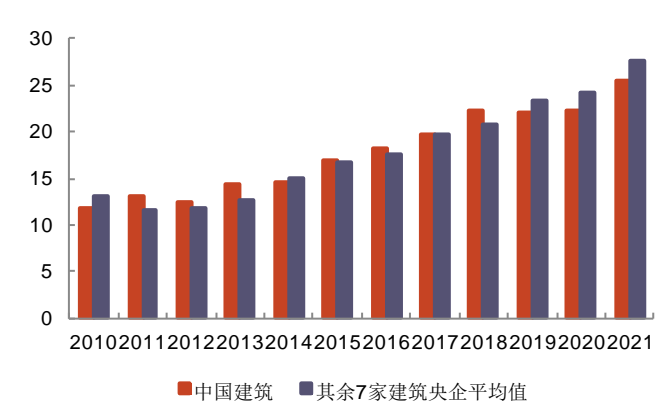
出现以上现象的原因在于，中国建筑是八大建筑央企中市场化程度最高的企业，公司过去十多年所做的激励机制改革（包括历次股权激励），加大了对人才的吸引力。

图 61：2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企员工总人数对比 (万人)



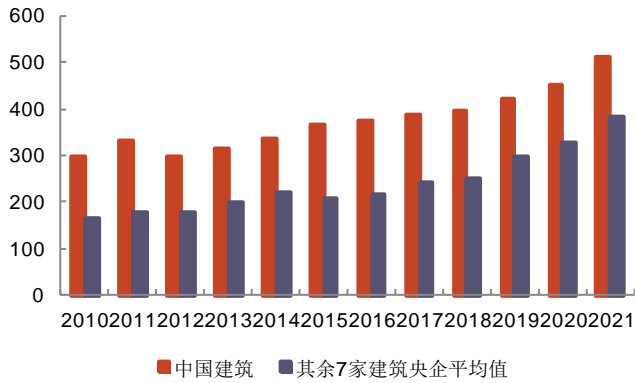
资料来源：wind，光大证券研究所

图 62：2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均薪酬对比 (万元)



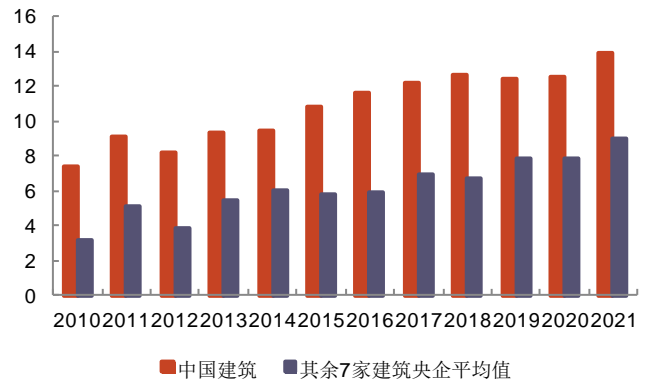
资料来源：wind，光大证券研究所

图 63: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均创收对比 (万元)



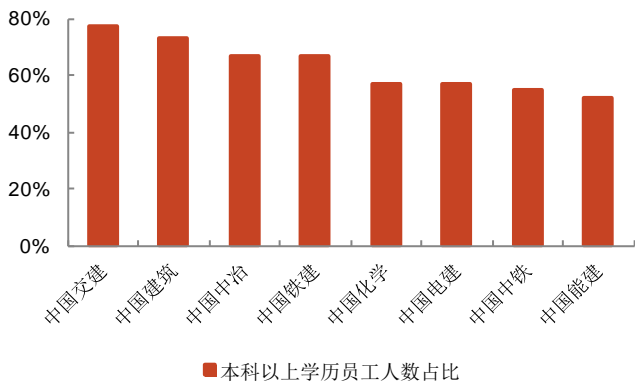
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 64: 2010-2021 年中国建筑与其余七家建筑央企人均创利对比 (万元)



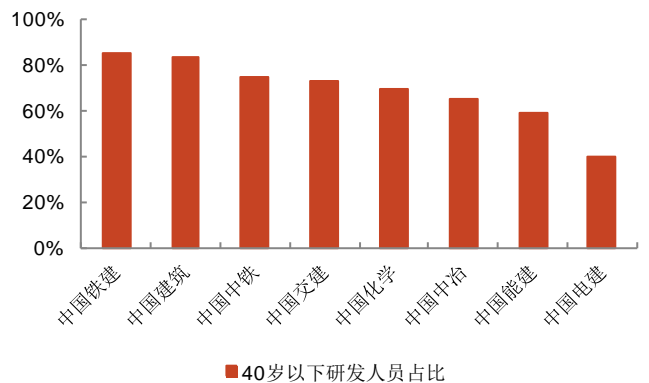
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 65: 2021 年八大建筑央企本科以上学历员工人数占比



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 66: 2021 年八大建筑央企研发人员中 40 岁以下人数占比



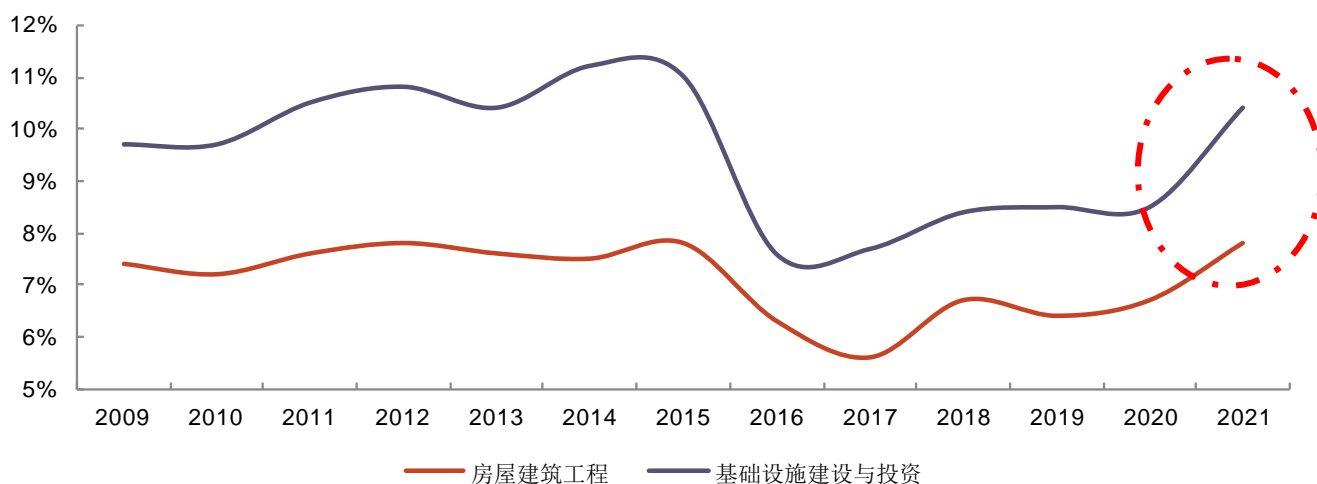
资料来源: wind, 光大证券研究所

### 5.3、建筑业务盈利能力或将边际改善

建筑行业格局正逐步优化, 龙头公司集中度提升, 部分高杠杆民营企业陷入财务危机被动退出市场, 行业竞争烈度将下降。同时, 国家明确指出绿色建筑及建筑物“竞品质”将成为下一阶段行业发展方向, 公司或受益于高附加值建筑物占比提升, 盈利能力或由此获得改善。

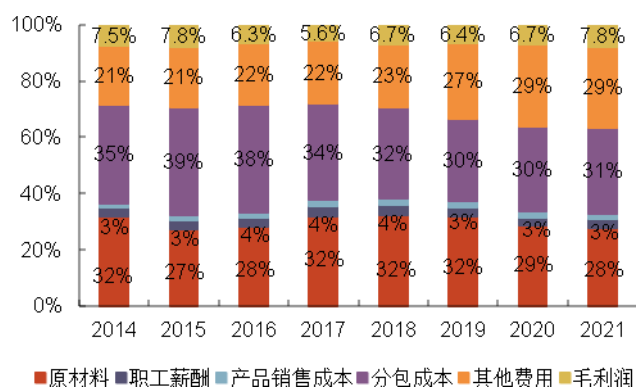
公司自身经营层面, 21 年建筑业务毛利率已出现明显回升。参考其成本分项拆解, 公司建筑业务盈利提升主要由于: 1) 管理效率优化, 2) 原材料集采。21 年, 公司房屋建筑工程原材料、职工薪酬占营业成本的比例分别为 19.1%、2.0%, 分别同比-0.8pct、-0.2pct; 基础设施建设和投资的原材料、人员费占营业成本的比例分别为 5.2%、3.1%, 分别同比-0.7pct、-0.1pct。在 21 年大宗商品价格趋势上行的大背景下, 公司建筑业务原材料占比贡献逐步降低, 表明其内部集采规模效应显著。

图 67: 2009-2021 年中国建筑房建、基建业务毛利率: 2021 年均有明显回升



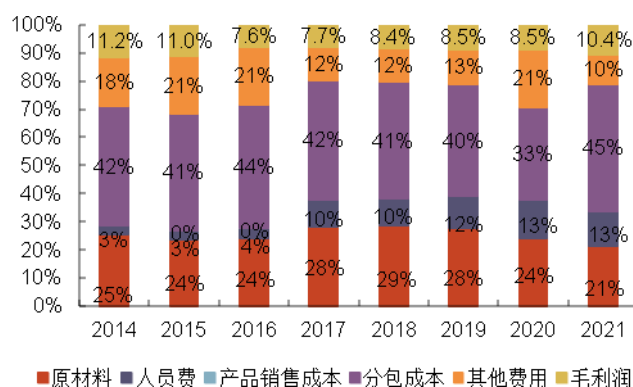
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 68: 2014-2021 年中国建筑房建业务成本结构变化趋势



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 69: 2014-2021 年中国建筑基建业务成本结构变化趋势



资料来源: wind, 光大证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、关键假设

公司主营业务包括房建业务、基建业务、房地产业务。根据各分业务假设，预测2022-2024年，公司营业总收入增速分别为12.0%、10.9%、10.5%，毛利率分别为11.3%、11.4%、11.6%。

#### 房建业务相对平稳，基建业务增长或提升，建筑业务盈利稳中有升

前文已探讨，对于建筑行业而言：1) 建筑行业强者恒强，已观察到主要建筑央企收入提速趋势；2) 格局优化，产品提标增质，项目利润率长期有望改善。对于中建而言：人才储备领先、管理提效（如集采等），其建筑业务项目盈利能力或稳中有升。

需求层面：1) 公司房建业务逐步多元化，对住宅市场依赖度降低；在住宅市场下行冲击下，中建房建业务受冲击影响相对有限。2) 公司基建业务订单增长较快。随着“全面加强基建投资”上升至国家战略，判断基建总需要在未来1-2年内有较强支撑。

#### 房地产业务中期收入增速将承压；随着新购置资产销售并结算，毛利率或将改善

集中供地政策下，土地资源或进一步向资金实力优秀的优质头部房企集中，公司有望凭借健康的财务状况、顶级央企的信用渠道、低于同业的融资成本在行业景气度底部实现逆势扩张。同时，行业出清背景下（高杠杆企业被动退出），土拍市场竞争烈度下降（对应土地溢价率回落至低位），公司未来房地产业务盈利能力或将迎来改善。

考虑到从合约销售额到确认收入一般有1-2年的滞后，在21年销售小幅下滑情况下，22-23年房地产业务收入增速或将承压。受17-18年高价地进入结算期影响，21年公司房地产业务毛利率显著回落；19年之后，土地溢价率总体保持在较低水平，预计22年之后公司房地产业务毛利率将逐渐回升。

#### 核心假设：

**房建：**2022-2024年，新签合同额同比+5.0%/+6.0%/+6.0%，收入同比+9.3%/+8.6%/+8.2%，毛利率7.9%/8.0%/8.0%。

**基建：**2022-2024年，新签合同额同比+18.0%/+16.0%/+15.0%，收入同比+23.1%/+22.3%/+18.2%，毛利率8.9%/8.6%/8.6%。

**房地产：**2022-2024年，新签合同销售额同比+2.0%/+4.0%/+8.0%，收入同比+7.9%/+3.0%/+6.2%，毛利率23.1%/25.1%/27.1%。

**盈利预测：**2022-2024年，归母净利润分别为606/715/842亿元，同比+17.9%/+18.0%/+17.7%；EPS分别为1.45/1.70/2.01元。

表 16: 公司分业务收入预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>16,151</b>	<b>18,913</b>	<b>21,181</b>	<b>23,498</b>	<b>25,968</b>
yoy	13.7%	17.1%	12.0%	10.9%	10.5%
毛利率	10.8%	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%
毛利润 (亿元)	1,749	2,143	2,391	2,679	3,014
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>449</b>	<b>514</b>	<b>606</b>	<b>715</b>	<b>842</b>
yoy	7.3%	14.4%	17.9%	18.0%	17.7%
<b>房屋建筑工程</b>					
<b>收入 (亿元)</b>	<b>10,011</b>	<b>11,471</b>	<b>12,540</b>	<b>13,624</b>	<b>14,742</b>
yoy	14.8%	14.6%	9.3%	8.6%	8.2%
毛利率	6.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.0%
毛利润 (亿元)	673	895	988	1,083	1,172
收入占比	62%	61%	59%	58%	57%
毛利润占比	38%	42%	41%	40%	39%
<b>基础设施建设与投资</b>					
<b>收入 (亿元)</b>	<b>3,484</b>	<b>4,100</b>	<b>5,046</b>	<b>6,170</b>	<b>7,294</b>
yoy	9.5%	17.7%	23.1%	22.3%	18.2%
毛利率	8.5%	10.4%	8.9%	8.6%	8.6%
毛利润 (亿元)	295	426	449	531	627
收入占比	22%	22%	24%	26%	28%
毛利润占比	17%	20%	19%	20%	21%
<b>房地产开发与投资</b>					
<b>收入 (亿元)</b>	<b>2,713</b>	<b>3,309</b>	<b>3,571</b>	<b>3,678</b>	<b>3,905</b>
yoy	25.0%	22.0%	7.9%	3.0%	6.2%
毛利率	26.2%	21.1%	23.1%	25.1%	27.1%
毛利润 (亿元)	711	698	825	923	1,058
收入占比	17%	17%	17%	16%	15%
毛利润占比	41%	33%	35%	34%	35%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 由于未列出收入占比较低的勘察设计业务和其他主营业务预测数据, 以及存在分部间抵销, 上述各业务收入及毛利润之和不等于公司营业总收入及毛利润

## 6.2、 相对估值

**判断中国建筑地产业务 22 年估值约 2309 亿元**

**判断公司 22 年地产板块归母净利润为 310.6 亿元。**

2021 年, 公司实现归母净利润 514.1 亿元, 根据公司披露的分部间利润可知房地产业务利润总额为 570.2 亿元, 假设 21 年公司房地产业务所得税率与公司整体税率一致, 结合中海地产归母净利润以及公司所拥有的权益比例, 测算出地产板块净利润/归母净利润分别为 439/263 亿元。参考我们对公司 22 年地产板块毛利润预期同比增速 18.1%, 假设地产板块归母净利润增速同样为 18.1%, 对应地产业务归母净利润 310.6 亿元。

**给予中国建筑房地产业务 22 年动态市盈率 7.4x。**

对于房地产业务, 我们选取 top10 房企 (参考 21 年销售金额排名, 见表 11) 中同样为绿档的优质头部企业万科 A、保利发展、招商蛇口、华润置地、龙湖集

团作为可比公司，截至 2022 年 5 月 25 日，可比公司 2022-2023 平均 PE 估值分别为 7.4x/6.8x。

考虑到公司房地产业务土储结构中优质资产（一二线土储）占比显著高于同业、净负债率及融资成本显著低于同业，有更强的能力在行业周期底部加大拿地实现逆势扩张，应给予公司高于可比公司的估值水平；但同时考虑到公司双主业的现实情况，对房地产业务估值应当给予一定折价，最终参考可比公司平均 PE 估值给予公司房地产业务 22 年动态市盈率 7.4x，对应 22 年估值为 2309 亿元。

表 17：房地产业务可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)				市值 (亿元)
	2022.5.25	20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E	
万科 A (000002.SZ)	18.22	3.57	1.94	2.18	2.39	5.1	9.4	8.4	7.6	2118
保利发展 (600048.SH)	16.22	2.42	2.29	2.43	2.61	6.7	7.1	6.7	6.2	1942
招商蛇口 (001979.SZ)	12.97	1.55	1.31	1.37	1.49	8.4	9.9	9.2	8.5	1028
华润置地 (1109.HK)	34.65	4.18	4.54	4.78	5.29	6.7	6.2	5.9	5.3	2471
龙湖集团 (0960.HK)	38.90	3.34	3.99	4.46	5.05	9.6	8.0	7.1	6.3	2364
平均						7.3	8.1	7.4	6.8	

资料来源：wind，光大证券研究所，注：万科 A、保利发展、招商蛇口、华润置地、龙湖集团 22-23 年 EPS 预测来自 wind 一致预期，华润置地及龙湖集团股价、总市值为港元，按 1HKD=0.812CNY 换算

### 中国建筑建筑业务 22 年估值判断约 1693 亿元

判断公司 22 年建筑业务归母净利润为 295.6 亿元。

我们预测 22 年公司归母净利润为 606 亿元，假设房地产业务之外的利润全部归入建筑业。

给予中国建筑的建筑业务 22 年动态市盈率 5.7x。

对于建筑业务板块，我们选取主营业务同样为建筑业务的中国交建、中国中铁、中国铁建作为可比公司，截至 2022 年 5 月 25 日，可比公司 2022-2023 平均 PE 估值分别为 5.7x/5.1x。

考虑到中国建筑作为建筑业 top1 的企业，在建筑领域拥有无可撼动的竞争力，结合公司新签订单持续强劲，以及人员结构、激励机制等方面的优势，公司建筑业务估值不应低于可比公司的平均水平。参考可比公司平均 PE 估值给予公司建筑业务 22 年动态市盈率 5.7x，对应 22 年估值 1693 亿元。

表 18：建筑业务可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)				市值 (亿元)
	2022.5.25	20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E	
中国交建 (601800.SH)	9.86	1.00	1.11	1.24	1.36	9.8	8.9	8.0	7.2	1594
中国中铁 (601390.SH)	6.63	1.03	1.12	1.25	1.39	6.5	5.9	5.3	4.8	1640
中国铁建 (601186.SH)	8.04	1.65	1.82	2.06	2.42	4.9	4.4	3.9	3.3	1092
平均						7.1	6.4	5.7	5.1	

资料来源：wind，光大证券研究所，注：中国交建、中国中铁、中国铁建 EPS 为光大证券研究所预测数据

公司建筑业务和房地产业务合理估值合计约为 4003 亿元，高于当前市值比例为 69%。

表 19: 中国建筑分部估值测算表

2022	房地产业务	建筑业务	合计
归母净利润 (亿元)	310.6	295.6	606.2
yoy	18%	18%	18%
可比公司平均估值	7.4	5.7	-
分部估值 (亿元)	2309	1693	4003
当前市值 (亿元)	-	-	2370
估值/当前市值-1	-	-	69%

资料来源: wind, 中国建筑 2021 年年报, 光大证券研究所, 当前市值指中国建筑 2022 年 5 月 25 日收盘市值

### 6.3、绝对估值

- 1、长期增长率: 我们认为未来随着房地产行业、建筑行业需求增速逐渐趋于稳定, 公司有望进入平稳增长阶段, 假设长期增长率为 2%;
- 2、 $\beta$ 值选取: 采用中信证券行业类-CS 建筑装饰行业 $\beta$ 作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 23.45%。

表 20: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.79%
$\beta$ (levered)	2.15
Rm-Rf	5.90%
Ke(levered)	15.46%
税率	23.45%
Kd	3.70%
Ve (百万元)	799652.78
Vd (百万元)	534822.10
目标资本结构	40.08%
WACC	10.75%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 21: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-109363.45	-9.08%
第二阶段	603776.39	50.14%
第三阶段 (终值)	709858.63	58.95%
企业价值 AEV	1204271.58	100.00%
加: 非经营性净资产价值	384125.89	31.90%
减: 少数股东权益 (市值)	560730.58	-46.56%
减: 债务价值	534822.10	-44.41%
总股本价值	492844.79	40.92%
股本 (百万股)	41940.86	
每股价值 (元)	11.75	
PE (隐含, 2022)	8.13	
PE (动态, 2022)	3.91	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 22: 敏感性分析表 (元)

WACC	长期增长率 (g)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.75%	14.76	16.00	17.40	18.99	20.82
10.25%	12.17	13.22	14.39	15.72	17.23
10.75%	9.87	10.76	<b>11.75</b>	12.87	14.12
11.25%	7.81	8.57	9.42	10.36	11.42
11.75%	5.96	6.62	7.34	8.15	9.04

资料来源: 光大证券研究所预测

表 23: 绝对估值法结果汇总表 (元)

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	11.75	5.96	— 20.82	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

基于上述假设, 在贴现率±1%、长期增长率±1%的敏感度分析区间内, 根据 FCFF 绝对估值得出公司每股价值区间为 5.96-20.82 元。

## 6.4、投资建议

参考分部估值, 中国建筑目标市值为 4003 亿元, 对应 22 年 PE 为 6.6x、PB 为 1.0x, 对应目标价 9.54 元。

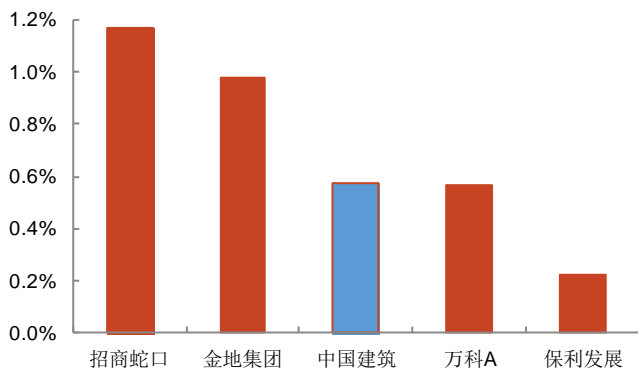
我们认为, 这个估值目标是相对合理的, 原因在于:

### 1) 资产安全性较好, 减值计提较为充分。

房地产业务方面, 中建与头部地产商相比, 存货跌价准备/存货处于中位数水平; 建筑业务方面, 中建与其他建筑央企相比, 应收账款坏账准备/应收账款账面余额处于行业最高, 计提最为充分。

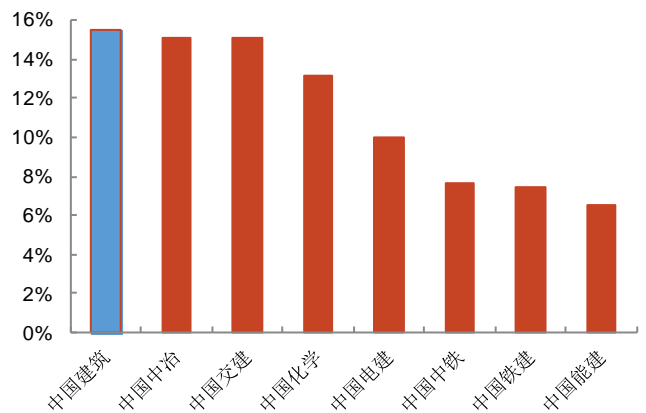
由此我们认为, 公司资产相对扎实, 给予 22 年 PB 估值 1.0x 是合理的。

图 70: 2021 年头部房企: 存货跌价准备/存货账面余额



资料来源: 各家公司 2021 年年报, 光大证券研究所

图 71: 2021 年建筑央企: 应收账款坏账准备/应收账款账面余额

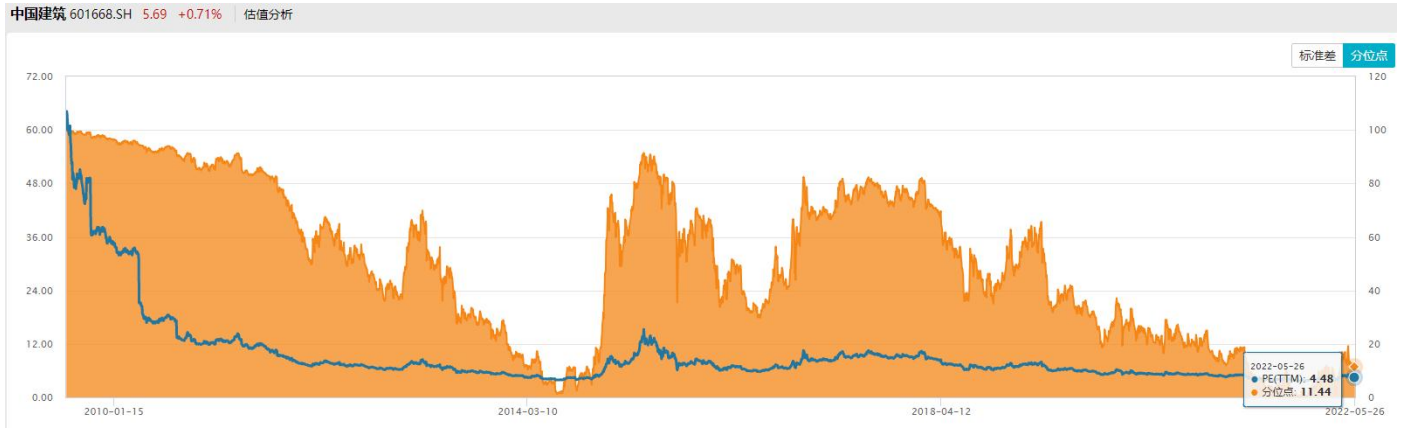


资料来源: 各家公司 2021 年年报, 光大证券研究所

2) PE 估值仍处在历史中下分位，基本面向好或推动估值修复。

考虑到房地产、建筑业两大主营业务均有边际向好趋势，PE 较当前水平有一定程度修复是合理的。

图 72：中国建筑上市以来 PE (ttm) 以及对应分位点



资料来源：wind，光大证券研究所

中建作为地产及建筑业务双料龙头，其经营质量在多重考验下依旧呈现较强韧性，地产及建筑业务短期虽承压，但中长期均展露出竞争格局优化、盈利改善迹象。近期地产政策转暖（因城施策、下调房贷利率等），基建投资上升至国家安全战略层面，同时已观察到公司建筑业订单及地产拿地改善。上调公司 2022-2024 年 EPS 预测至 1.45 元 (+6%)、1.70 元 (+11%)、2.01 元 (+17%)。基于分部估值，给予目标价 9.54 元，对应 22 年动态市盈率为 6.6x，维持“买入”评级。

表 24：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,615,023	1,891,339	2,118,084	2,349,811	2,596,823
营业收入增长率	13.75%	17.11%	11.99%	10.94%	10.51%
净利润 (百万元)	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
净利润增长率	7.31%	14.38%	17.92%	17.96%	17.75%
EPS (元)	1.07	1.23	1.45	1.70	2.01
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.96%	14.95%	15.38%	15.78%	16.10%
P/E	5.3	4.6	3.9	3.3	2.8
P/B	0.79	0.69	0.60	0.52	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-25

## 7、风险分析

### 建筑业需求不及预期风险

公司 2021 年房建业务收入占比 61%，若房屋竣工高峰过后建筑业投资增速出现大幅下滑，则可能对公司的整体收入增速有显著冲击。

### 房地产行业需求不及预期风险

房地产行业销售增速持续下行，叠加疫情影响居民消费支出意愿，若后续行业销售成交持续低迷，则可能导致公司房地产业务销售额增速下降，进而影响公司未来收入增速。

### 房地产业务拿地价格过高风险

房地产业务拿地价格过高将会导致未来公司房地产业务毛利率下降，进而影响公司净利润增速。

### 原材料涨价风险

若原材料价格大幅上涨，则可能冲击房建业务及基建业务的毛利率，进而影响公司净利润增速。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,615,023	1,891,339	2,118,084	2,349,811	2,596,823
营业成本	1,440,132	1,677,137	1,879,009	2,081,898	2,295,468
折旧和摊销	8,590	9,500	9,557	11,477	13,746
税金及附加	15,896	14,779	14,896	15,864	16,831
销售费用	5,522	6,177	6,682	7,057	7,409
管理费用	28,983	34,534	35,580	38,288	40,621
研发费用	25,523	39,927	44,714	49,606	54,821
财务费用	7,798	11,124	14,985	17,836	19,722
投资收益	6,152	4,710	4,710	4,710	4,710
<b>营业利润</b>	<b>94,482</b>	<b>100,601</b>	<b>119,526</b>	<b>136,978</b>	<b>156,893</b>
<b>利润总额</b>	<b>94,291</b>	<b>100,886</b>	<b>119,812</b>	<b>137,263</b>	<b>157,178</b>
所得税	23,340	23,154	28,096	30,953	33,087
<b>净利润</b>	<b>70,950</b>	<b>77,732</b>	<b>91,715</b>	<b>106,310</b>	<b>124,092</b>
少数股东损益	26,006	26,325	31,095	34,804	39,896
<b>归属母公司净利润</b>	<b>44,944</b>	<b>51,408</b>	<b>60,620</b>	<b>71,505</b>	<b>84,196</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.07</b>	<b>1.23</b>	<b>1.45</b>	<b>1.70</b>	<b>2.01</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,272</b>	<b>14,361</b>	<b>16,524</b>	<b>29,905</b>	<b>41,666</b>
净利润	44,944	51,408	60,620	71,505	84,196
折旧摊销	8,590	9,500	9,557	11,477	13,746
净营运资金增加	106,730	23,442	111,353	117,402	128,441
其他	-139,993	-69,987	-165,006	-170,480	-184,717
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-52,628</b>	<b>-32,444</b>	<b>-119,836</b>	<b>-46,408</b>	<b>-46,408</b>
净资本支出	-46,220	-28,321	-51,118	-51,118	-51,118
长期投资变化	86,439	100,839	0	0	0
其他资产变化	-92,846	-104,962	-68,718	4,710	4,710
<b>融资活动现金流</b>	<b>30,818</b>	<b>52,483</b>	<b>142,569</b>	<b>56,623</b>	<b>47,508</b>
股本变化	-11	-17	-7	0	0
债券净变化	34,230	76,358	165,572	84,310	78,883
无息负债变化	48,232	57,110	71,306	70,540	70,684
<b>净现金流</b>	<b>-3,866</b>	<b>33,694</b>	<b>39,258</b>	<b>40,121</b>	<b>42,767</b>

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	10.8%	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%
EBITDA 率	6.8%	7.0%	7.0%	7.2%	7.6%
EBIT 率	6.2%	6.5%	6.5%	6.7%	7.0%
税前净利润率	5.8%	5.3%	5.7%	5.8%	6.1%
归母净利润率	2.8%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%
ROA	3.2%	3.3%	3.4%	3.6%	3.9%
ROE (摊薄)	15.0%	14.9%	15.4%	15.8%	16.1%
经营性 ROIC	10.5%	12.7%	10.9%	11.0%	11.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74%	73%	73%	72%	71%
流动比率	1.32	1.34	1.29	1.32	1.35
速动比率	0.75	0.79	0.76	0.78	0.80
归母权益/有息债务	0.60	0.60	0.53	0.55	0.58
有形资产/有息债务	4.31	4.08	3.57	3.48	3.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	<b>2,192,174</b>	<b>2,388,249</b>	<b>2,706,355</b>	<b>2,955,142</b>	<b>3,214,458</b>
货币资金	295,857	327,461	366,718	406,839	449,606
交易性金融资产	244	72	72	72	72
应收账款	160,442	180,700	200,129	220,711	240,923
应收票据	31,989	17,746	19,873	22,047	24,365
其他应收款 (合计)	54,627	60,952	74,648	90,536	109,344
存货	675,125	703,446	788,287	873,747	963,565
其他流动资产	98,099	114,599	129,493	144,714	160,940
<b>流动资产合计</b>	<b>1,577,630</b>	<b>1,714,055</b>	<b>1,921,397</b>	<b>2,134,714</b>	<b>2,361,033</b>
其他权益工具	5,838	5,065	5,065	5,065	5,065
长期股权投资	86,439	100,839	100,839	100,839	100,839
固定资产	39,127	43,456	47,108	53,081	60,054
在建工程	10,933	3,707	19,117	30,675	39,343
无形资产	22,559	20,653	40,040	59,039	77,658
商誉	2,290	2,238	2,238	2,238	2,238
其他非流动资产	139,946	229,427	302,855	302,855	302,855
<b>非流动资产合计</b>	<b>614,544</b>	<b>674,194</b>	<b>784,958</b>	<b>820,428</b>	<b>853,425</b>
<b>总负债</b>	<b>1,615,079</b>	<b>1,748,547</b>	<b>1,985,425</b>	<b>2,140,275</b>	<b>2,289,842</b>
短期借款	29,317	59,946	205,518	269,827	328,711
应付账款	502,387	516,476	538,138	554,507	568,593
应付票据	5,266	7,553	8,462	9,376	10,338
预收账款	607	782	876	972	1,074
其他流动负债	66,462	75,999	83,825	91,824	100,349
<b>流动负债合计</b>	<b>1,196,015</b>	<b>1,274,618</b>	<b>1,489,027</b>	<b>1,621,354</b>	<b>1,748,231</b>
长期借款	292,897	334,736	354,736	374,736	394,736
应付债券	88,782	99,461	99,461	99,461	99,461
其他非流动负债	31,328	34,337	36,806	39,330	42,019
<b>非流动负债合计</b>	<b>419,064</b>	<b>473,929</b>	<b>496,398</b>	<b>518,921</b>	<b>541,611</b>
<b>股东权益</b>	<b>577,095</b>	<b>639,702</b>	<b>720,931</b>	<b>814,867</b>	<b>924,616</b>
股本	41,965	41,948	41,941	41,941	41,941
公积金	20,367	24,104	30,174	32,238	32,238
未分配利润	231,953	270,082	314,153	371,220	441,073
归属母公司权益	300,421	343,900	394,034	453,165	523,019
少数股东权益	276,674	295,802	326,897	361,701	401,597

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.34%	0.33%	0.32%	0.30%	0.29%
管理费用率	1.79%	1.83%	1.68%	1.63%	1.56%
财务费用率	0.48%	0.59%	0.71%	0.76%	0.76%
研发费用率	1.58%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
所得税率	25%	23%	23%	23%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.21	0.25	0.30	0.34	0.40
每股经营现金流	0.48	0.34	0.39	0.71	0.99
每股净资产	7.16	8.20	9.39	10.80	12.47
每股销售收入	38.48	45.09	50.50	56.03	61.92

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	5.3	4.6	3.9	3.3	2.8
PB	0.79	0.69	0.60	0.52	0.45
EV/EBITDA	10.0	8.9	9.5	9.2	8.7
股息率	3.8%	4.4%	5.2%	6.1%	7.1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited  
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE